

vb.

-S-

a459308

TD/  
S4S

## LA SUSCRIPCIÓN INCOMPLETA DEL AUMENTO DEL CAPITAL SOCIAL EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA MADRID  
REGISTRO GENERAL

Entrada 01 Nº. 200200007263  
25/06/02 12:48:17

Tesis doctoral presentada por M<sup>a</sup> José  
CASTELLANO RAMÍREZ para la obtención  
del grado de Doctor, dirigida por el Prof. Dr.  
D. Ángel ROJO FERNÁNDEZ-RÍO

BIBLIOTECA DE LA  
F. DE DERECHO DE  
LA UNIVERSIDAD  
AUTÓNOMA  
DE MADRID

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE MADRID

Facultad de Derecho

Departamento de Derecho Privado, Social y Económico

R.D. 124544  
30 cm

Junio de 2002

## ÍNDICE

<b>ABREVIATURAS.....</b>	<b>XI</b>
<b>PRELIMINAR.....</b>	<b>1</b>

### CAPÍTULO PRIMERO

#### **LA SUSCRIPCIÓN INCOMPLETA DEL AUMENTO DEL CAPITAL SOCIAL: PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA, ORIGEN DE LA NORMATIVA APLICABLE Y DERECHO COMPARADO**

<b>I. INTRODUCCIÓN: LA EJECUCIÓN DEL ACUERDO DE AUMENTO DEL CAPITAL SOCIAL.....</b>	<b>7</b>
<b>1. Significado y contenido de la fase de ejecución del acuerdo de aumento         del capital social.....</b>	<b>7</b>
<b>2. Relevancia del estudio de la fase de ejecución del acuerdo de aumento         del capital social.....</b>	<b>15</b>
<b>3. La ineficacia de la ejecución del acuerdo de aumento.....</b>	<b>20</b>
3.1. Clases de ineficacia.....	21
3.1.1. Ineficacia indirecta e ineficacia directa.....	22
A) Ineficacia indirecta.....	23
B) Ineficacia directa.....	25
3.1.2. Ineficacia total e ineficacia parcial.....	31
3.1.3. Ineficacia originaria e ineficacia sobrevenida.....	34
3.2. El tratamiento legal de la ineficacia de la ejecución del aumento en el Derecho español. Breve examen comparativo de los supuestos regulados	35

<b>II. LA SUSCRIPCIÓN INCOMPLETA DEL AUMENTO DEL CAPITAL SOCIAL COMO PROBLEMA.....</b>	<b>43</b>
1. Identificación del supuesto de hecho de la suscripción incompleta.....	44
2. Los efectos de la falta de la íntegra suscripción.....	50
<b>III. ORIGEN DE LA NORMA REGULADORA DE LA SUSCRIPCIÓN INCOMPLETA DEL AUMENTO DEL CAPITAL: LA SEGUNDA DIRECTIVA C.E.E. EN MATERIA DE SOCIEDADES.....</b>	<b>63</b>
1. Preliminar.....	63
2. El problema de la suscripción incompleta del aumento del capital social en los Derechos europeos más significativos antes de la incorporación de la Segunda Directiva de la Comunidad Económica Europea.....	64
2.1. La opción entre la <i>escindibilidad</i> y la <i>inescindibilidad</i> de la operación de aumento.....	65
2.2. El desarrollo de los "modelos" de la <i>escindibilidad</i> y de la <i>inescindibilidad</i> del aumento del capital en el ámbito europeo.....	68
2.2.1. Sistemas jurídicos con regulación legal de la suscripción incompleta del aumento del capital.....	68
2.2.1.1. El derecho italiano: la <i>escindibilidad</i> como solución legal expresa.....	69
A) El Código de Comercio de 1882.....	70
B) El Código Civil de 1942.....	75
2.2.1.2. El Derecho francés: la opción legal a favor de la <i>inescindibilidad</i> del aumento del capital.....	86
2.2.2. Sistemas jurídicos carentes de regulación legal sobre la suscripción incompleta del aumento del capital.....	91
2.2.2.1. El Derecho alemán.....	91
2.2.2.2. El Derecho español.....	95
3. La Segunda Directiva de la Comunidad Económica Europea en materia de sociedades.....	99
3.1. El proceso de elaboración de la solución adoptada.....	100
3.2. El artículo 28 de la Segunda Directiva.....	103

<b>IV. LA INCORPORACIÓN DEL ARTÍCULO 28 DE LA SEGUNDA DIRECTIVA C.E.E A LAS LEGISLACIONES ESTATALES INTERNAS DE LOS PAÍSES MIEMBROS: LA ARMONIZACIÓN.....</b>	<b>111</b>
<b>1. Panorámica de la armonización legislativa en los principales ordenamientos jurídicos.....</b>	<b>112</b>
1.1. La incorporación fiel de la norma.....	112
1.2. La incorporación modificada: el caso francés.....	116
1.3. La falta de incorporación legal: el caso alemán.....	121
<b>2. La incorporación al Derecho español.....</b>	<b>126</b>

## CAPÍTULO SEGUNDO

### LA CONFIGURACIÓN DEL TIPO NORMATIVO DE LA SUSCRIPCIÓN INCOMPLETA

<b>I. PRELIMINAR.....</b>	<b>131</b>
<b>II. DELIMITACIÓN DEL SUPUESTO DE HECHO NORMATIVO DE LA SUSCRIPCIÓN INCOMPLETA.....</b>	<b>135</b>
<b>1. El elemento sustantivo del supuesto de hecho contemplado en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas.....</b>	<b>135</b>
1.1. El elemento sustantivo como fenómeno legalmente referido al "aumento incompleto originario" .....	135
1.1.1. La suscripción incompleta como supuesto de "aumento incompleto".....	135
1.1.2. La suscripción incompleta como supuesto de aumento incompleto "originario".....	140
1.2. La falta de la íntegra suscripción de una <i>emisión de acciones</i> consecuencia de un aumento del capital social. El concepto objetivo de <i>emisión</i> en el marco de la regulación de la suscripción incompleta.....	143
<b>2. El elemento temporal: el plazo de suscripción del aumento del capital.....</b>	<b>149</b>
2.1. El aumento del capital con varios plazos de suscripción a efectos de la aplicación de la norma sobre suscripción incompleta: la división del plazo general de suscripción en varios tramos o períodos.....	155
2.2. La duración del plazo de suscripción.....	163



A) La duración mínima.....	163
B) La duración máxima.....	165
2.3. La posibilidad de añadir un plazo de suscripción sucesivo o de prorrogar el anterior plazo de suscripción.....	171
2.4. La competencia de los administradores para la adjudicación de las acciones sobrantes tras el cierre del plazo de suscripción.....	174
2.5. La posibilidad de aceptar solicitudes de suscripción realizadas fuera del plazo de suscripción fijado.....	180
<b>III. EL SUPUESTO DE HECHO DE LA SUSCRIPCIÓN INCOMPLETA DEL AUMENTO DEL CAPITAL EN LA PRÁCTICA SOCIETARIA.....</b>	<b>185</b>
1. La suscripción incompleta del aumento en sociedades abiertas.....	186
1.1. Emisiones con colocación pública.....	188
1.2. Emisiones con colocación privada.....	204
2. La suscripción incompleta del aumento en las sociedades cerradas.....	205
3. Los precontratos o preacuerdos de suscripción.....	208

### CAPÍTULO TERCERO

#### LA DISCIPLINA JURÍDICA APLICABLE A LA SUSCRIPCIÓN INCOMPLETA

<b>I. LAS CONSECUENCIAS JURÍDICAS DE LA SUSCRIPCIÓN INCOMPLETA DEL AUMENTO DEL CAPITAL EN EL ARTÍCULO 161 LSA.....</b>	<b>219</b>
1. La calificación de las consecuencias jurídicas de la suscripción incompleta del aumento dentro del ámbito de la eficacia y la ineficacia negocial.....	220
2. El acuerdo de aumento como acto de la operación de aumento del capital directamente afectado por las consecuencias jurídicas de la suscripción incompleta.....	224
3. La dualidad “regla general-excepción” en la configuración normativa de las consecuencias jurídicas: la dialéctica entre la ineficacia total y la ineficacia parcial del aumento del capital.....	227

3.1. Breves ideas en torno a la discusión sobre la ineficacia total o parcial del negocio jurídico.....	228
3.2. El aumento del capital como operación jurídica <i>escindible</i> o <i>inescindible</i> .....	235
3.2.1. La escindibilidad <i>natural</i> del aumento del capital.....	236
3.2.2. La inescindibilidad <i>legal</i> del aumento del capital.....	241
3.2.3. La congruencia de la solución legal de la <i>inescindibilidad</i> con el régimen legal general de las modificaciones estatutarias.....	249
<b>II. ANÁLISIS DE LA REGLA GENERAL: LA INEFICACIA TOTAL DEL AUMENTO DEL CAPITAL.....</b>	<b>253</b>
<b>1. Significado de la ineficacia del aumento por causa de la suscripción incompleta en el contexto de los tipos de ineficacia negocial.....</b>	<b>253</b>
1.1. La ineficacia del aumento por suscripción incompleta desde la perspectiva de las <i>modalidades teóricas</i> de ineficacia negocial.....	254
1.2. Aproximación del supuesto de ineficacia del aumento del capital por suscripción incompleta a los <i>regímenes típicos</i> de ineficacia contractual.....	261
1.3. La íntegra suscripción como condición legal de eficacia del acuerdo de aumento.....	265
1.3.1. <i>Modus operandi</i> de la condición de la íntegra suscripción sobre el acuerdo de aumento.....	272
1.3.2. La condición de la íntegra suscripción como expresión de la existencia de una causa concreta que motivó la adopción del acuerdo de aumento del capital.....	284
<b>2. Los efectos de la ineficacia del acuerdo de aumento a causa de la suscripción incompleta.....</b>	<b>286</b>
2.1. Obligación de restituir a los suscriptores las aportaciones realizadas.....	286
2.1.1. La obligación de restitución.....	289
2.1.1.1. Plazo.....	289
2.1.1.2. Forma.....	291
A) Aportaciones dinerarias: ¿opción a favor de los administradores?.....	291
B) Aportaciones <i>in natura</i> : ¿restitución en especie o por equivalente?.....	295

2.1.1.3. <i>Quantum</i> .....	297
2.1.2. El derecho a exigir la restitución.....	301
2.1.3. El aseguramiento del derecho a la restitución: el problema de la disponibilidad de la sociedad sobre las aportaciones realizadas antes del fin del plazo de suscripción.....	304
2.2. Otras obligaciones.....	317
2.2.1. La publicación de la ineficacia del acuerdo de aumento en el Boletín Oficial del Registro Mercantil.....	317
2.2.2. La comunicación del fracaso del aumento por suscripción incompleta a la C.N.M.V.....	320
<b>III. LA EXCEPCIÓN: LA EFICACIA PARCIAL DEL AUMENTO DEL CAPITAL.....</b>	<b>325</b>
1. La eficacia (o ineficacia) parcial del aumento a causa de la suscripción incompleta como supuesto de “reducción” del negocio.....	325
2. Requisitos para la eficacia del aumento en caso de suscripción incompleta.....	326
2.1. La <i>previsión</i> del aumento incompleto.....	326
2.2. La <i>previsión expresa</i> .....	328
2.3. La <i>previsión</i> de la suscripción incompleta en las <i>condiciones de la emisión</i> .....	333
3. La constatación de la cifra efectiva del aumento del capital y la modificación de la redacción de los estatutos sociales.....	346

## CAPÍTULO CUARTO

### AUTONOMÍA DE LA VOLUNTAD Y DISCIPLINA DE LA SUSCRIPCIÓN INCOMPLETA DEL AUMENTO DEL CAPITAL

I. PRELIMINAR : EL ARTÍCULO 161 LSA ¿NORMA IMPERATIVA O DISPOSITIVA? .....	351
II. VALORACIÓN NORMATIVA DEL CONFLICTO DE INTERESES DERIVADO DE LA SUSCRIPCIÓN INCOMPLETA DEL AUMENTO DEL CAPITAL.....	355

<b>1. Intereses tutelados por la regla general de la ineficacia del aumento del capital no suscrito íntegramente.....</b>	<b>357</b>
1.1. El interés de los suscriptores y la regla de la ineficacia del aumento incompleto.....	360
1.2. El interés de la sociedad y la regla de la ineficacia del aumento incompleto.....	368
<b>2. Intereses tutelados por la posibilidad de exceptuar la regla general de la ineficacia del aumento con suscripción incompleta.....</b>	<b>371</b>
<b>3. Intereses tutelados por la necesidad de que la decisión sobre la eficacia o ineficacia del aumento del capital no suscrito íntegramente deba ser adoptada con carácter previo a la verificación del resultado de la suscripción.....</b>	<b>373</b>
<b>4. Conclusiones.....</b>	<b>377</b>
 <b>III. EL JUEGO DE LA AUTONOMÍA DE LA VOLUNTAD EN EL MARCO DE LA ACTUAL NORMATIVA .....</b>	<b>383</b>
<b>1. Las cláusulas estatutarias sobre suscripción incompleta.....</b>	<b>384</b>
<b>2. El sometimiento de la eficacia del acuerdo de aumento a condición voluntaria: las cláusulas de suscripción mínima.....</b>	<b>390</b>
<b>3. La posibilidad de postergar la decisión sobre la eficacia o ineficacia del aumento al momento de la constatación de la falta de la íntegra suscripción.....</b>	<b>394</b>
3.1. ¿Es posible enervar <i>a posteriori</i> el efecto voluntario de la eficacia de la suscripción incompleta tras el cierre del plazo de suscripción? El problema de la revocabilidad del aumento configurado por la sociedad como divisible.....	396
3.2. ¿Es posible enervar <i>a posteriori</i> el efecto legal de la ineficacia del aumento del capital por falta de previsión de la suscripción incompleta?.....	408
3.3. ¿Es posible que la sociedad se reserve la adopción de la oportuna decisión hasta después del cierre del plazo de suscripción mediante una previsión en este sentido en las condiciones de emisión?.....	421
3.3.1. Las opiniones doctrinales. Argumentos y discusión.....	422
3.3.1.1. La tesis de la automaticidad o negativa.....	422
3.3.1.2. La tesis del reenvío o positiva.....	424
3.3.2. Conclusiones.....	432

## CAPÍTULO QUINTO

### EL ÁMBITO DE APLICACIÓN DE LA DISCIPLINA POR RAZÓN DE LAS CLASES Y MODALIDADES DE AUMENTO DEL CAPITAL SOCIAL

<b>I.</b>	<b>INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>441</b>
<b>II.</b>	<b>EL ÁMBITO DE APLICACIÓN DE LA NORMA POR RAZÓN DEL PROCEDIMIENTO TÉCNICO DE AUMENTO DEL CAPITAL.....</b>	<b>447</b>
1.	El aumento del capital social por elevación del valor nominal de las acciones ya existentes.....	447
1.1.	La elevación del valor nominal de las acciones con cargo a reservas o beneficios.....	447
1.2.	La elevación del valor nominal de las acciones con cargo a nuevas aportaciones.....	449
2.	El aumento del capital social con emisión de nuevas acciones.....	467
<b>III.</b>	<b>EL ÁMBITO DE APLICACIÓN DE LA NORMA POR RAZÓN DE LAS CLASES DE CONTRAVALOR DEL AUMENTO DEL CAPITAL.....</b>	<b>471</b>
1.	El aumento del capital mediante emisión de acciones con cargo a reservas o beneficios.....	471
2.	Los aumentos de capital por conversión de obligaciones en acciones o acordados al servicio de otros valores que incorporan derechos de suscripción.....	483
3.	El aumento con cargo a aportaciones no dinerarias y el aumento por compensación de créditos.....	489
3.1.	El aumento del capital social por compensación de créditos.....	494
3.2.	El aumento del capital social con cargo a aportaciones no dinerarias.....	504
4.	El aumento del capital a desembolsar con cargo a aportaciones dinerarias.....	511
<b>IV.</b>	<b>LA CUESTIÓN DE LA APLICACIÓN DE LA NORMA SOBRE SUSCRIPCIÓN INCOMPLETA A DETERMINADOS SUPUESTOS ESPECIALES DE AUMENTO DEL CAPITAL.....</b>	<b>513</b>

1. El aumento del capital al servicio de una oferta pública de adquisición de acciones cuya contraprestación consiste en valores a emitir.....	513
2. El aumento del capital en operaciones de fusión por absorción.....	517
3. Los aumentos de capital con derecho de suscripción preferente y los aumentos de capital sin derecho de suscripción preferente.....	526

## CAPÍTULO SEXTO

### LOS "AUMENTOS INCOMPLETOS SOBREVENIDOS" Y LA DISCIPLINA JURÍDICA DE LA SUSCRIPCIÓN INCOMPLETA

I. PRELIMINAR.....	531
II. EL AUMENTO INCOMPLETO POR FALTA DEL DESEMBOLSO INICIAL DE LAS ACCIONES SUSCRITAS.....	535
1. La diferencia conceptual entre suscripción y desembolso y la posibilidad de la escisión temporal de ambos actos jurídicos dentro del proceso del aumento del capital.....	535
2. La relación jurídica entre suscripción y desembolso: la cuestión del carácter <i>real</i> o <i>consensual</i> del negocio de suscripción.....	539
3. La solución al aumento incompleto por falta del desembolso inicial de algunas de las acciones suscritas: ¿aplicación del artículo 161?.....	550
III. EL AUMENTO INCOMPLETO SOBREVENIDO COMO CONSECUENCIA DE LA RESTITUCIÓN DE APORTACIONES POR FALTA DE INSCRIPCIÓN DEL AUMENTO DEL CAPITAL EN EL REGISTRO MERCANTIL.....	555
1. El aumento incompleto como consecuencia del ejercicio del derecho de resolución/restitución ex artículo 162.3 de la Ley de Sociedades Anónimas.....	562
1.1. El fundamento de la norma.....	562
1.2. La solución para el aumento incompleto sobrevenido como consecuencia del ejercicio del derecho de resolución/restitución ex artículo 162.3...	572
2. El supuesto especial del aumento incompleto como consecuencia del ejercicio del derecho de resolución/restitución ex artículo 162.5 de la Ley de Sociedades Anónimas.....	579
2.1. El fundamento del otorgamiento del derecho de resolución/restitución	

## ÍNDICE

contemplado en el artículo 162.5 LSA.....	580
2.2. El destino del aumento del capital en el caso de la cancelación de la inscripción del acuerdo de aumento y del ejercicio del derecho de resolución/restitución por los titulares de las nuevas acciones emitidas.....	587
<b>IV. EL AUMENTO INCOMPLETO COMO CONSECUENCIA DE LA INVALIDEZ DE UNA O VARIAS DECLARACIONES DE SUSCRIPCIÓN.....</b>	<b>591</b>
1. Los supuestos de ineficacia o invalidez del negocio/declaración de suscripción.....	591
2. La solución al problema del aumento incompleto como consecuencia de la invalidez o ineficacia de algunas de las suscripciones.....	598
<b>CONCLUSIONES.....</b>	<b>603</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>619</b>

---

## ABREVIATURAS

AAMN	Anales de la Academia Matritense del Notariado
AC	Actualidad Civil
ADC	Anuario de Derecho Civil
AG	Die Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesellschaft
Ar.	Repertorio de Jurisprudencia Aranzadi
art., arts.	artículo, artículos
BB	Der Betriebs-Berater
BBTC	Banca, Borsa e Titoli di Credito
BGB	Bürgerlichesgesetzbuch
C. de C.	Código de comercio
C.c./ C.C.	Código civil
Cap.	Capítulo
CCJC	Cuadernos Cívitas de Jurisprudencia Civil
CDC	Cuadernos de Derecho y Comercio
CEE	Comunidad Económica Europea
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
Cod. Civ.	Codice civile
coord.	coordinador
DB	Der Betrieb
Dir. fall.	Diritto fallimentare e delle società commerciale
dir., dirs.	director, directores
ed.	edición
ed., eds.	editor, editores
EJB	Enciclopedia Jurídica Básica
fasc.	fascículo
Giur. Comm.	Giurisprudenza Commerciale
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
Il Dir. fall	Il Diritto fallimentare
Il Foro it.	Il Foro italiano
J. Fin.	Journal of Finances
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics
J.C.P. ed E.	Jurisclasser Periodique. Édition Européenne
LSA	Ley de Sociedades Anónimas
LSRL	Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada
New Engl. Law Rev.	New England Law Review
OPA	Oferta Pública de Adquisición



## ABREVIATURAS

OPV	Oferta Pública de Venta
pág., págs.	página, páginas
RCDI	Revista Crítica de Derecho Inmobiliario
RDBB	Revista de Derecho Bancario y Bursátil
RDGRN	Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado
RDM	Revista de Derecho Mercantil
RDP	Revista de Derecho Privado
RdS	Revista de Derecho de Sociedades
reimpr.	reimpresión
Rev. Soc	Revue des Sociétés
RGD	Revista General de Derecho
Riv. Dir. Civ.	Rivista di Diritto Civile
Riv. Dir. Comm.	Rivista di Diritto Commerciale
Riv. Not.	Rivista del Notariato
Riv. Soc.	Rivista delle Società
RJN	Revista Jurídica del Notariado
S.p.A.	Società per Azioni
SAP	Sentencia de la Audiencia Provincial
SEC	Securities and Exchange Commission
Sec. Reg. Law Jour.	Securities Regulation Law Journal
STS	Sentencia del Tribunal Supremo
t.	tomo
The Rev. of Sec. & Comm. Reg.	The Review of Securities and Commodities Regulation
TJCE	Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas
trad.	traducción
TS	Tribunal Supremo
vol.	volumen
VV.AA.	Varios autores
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens – und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

## PRELIMINAR

Como es sabido, la disciplina jurídica aplicable a las sociedades anónimas sufrió una profunda reforma con la aprobación del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas de 22 de diciembre de 1989, fruto, en parte, de la obligación del legislador español de incorporar al Derecho interno las Directivas en materia de sociedades que habían sido dictadas en el seno comunitario. Entre los aspectos que acusaron de forma importante esta reforma, se sitúa la ampliación por la sociedad de la cifra estatutaria de capital social. La legislación anterior había centrado su atención de manera principal (casi exclusiva) en la regulación del acuerdo de aumento desde la perspectiva de las diferentes clases de contravalor de la ampliación, por un lado, y, por otro, en la disciplina del derecho de suscripción preferente de los accionistas. Frente a aquélla, la Ley vigente tiene uno de sus mayores logros en el expreso reconocimiento, aún con cierto retraso respecto de otros Ordenamientos cercanos, del aumento de capital como una operación compleja que se disocia en la denominada *fase deliberativa*, que culmina con la adopción del acuerdo de aumento, y en la (normalmente) consecutiva *fase de ejecución*. Así, de la disciplina actualmente en vigor se deduce con claridad que como consecuencia de esta complejidad de la operación (que se aprecia tanto en un plano procedimental, como sustantivo) el resultado jurídico-material pretendido por la sociedad con la adopción del acuerdo de aumento sólo se logra en la medida en que dicho acuerdo haya sido ejecutado de manera regular y completa.

La autonomía conceptual —y, hasta cierto punto, también jurídica— de la que goza la fase de ejecución dentro de la operación o proceso de ampliación del capital, determina que la misma sea susceptible de padecer algunas circunstancias o vicisitudes, que, por razón de su particular naturaleza, no se aprecian en la fase que concluye con la adopción del acuerdo social de aumento. Frente al absoluto silencio mantenido por el Derecho derogado, algunas de estas vicisitudes han sido objeto de regulación legal por vez primera tras la citada reforma que desembocó en el Derecho español vigente. No obstante la existencia de estas *nuevas* normas, de cuya aplicación pueden derivarse consecuencias tan

graves como es el fracaso absoluto de una operación de aumento a resultas del acaecimiento de algunas de esas contingencias específicas de la ejecución, doce años después siguen sin publicarse en nuestro país estudios doctrinales dedicados al análisis exhaustivo y riguroso de las cuestiones relativas a la fase de ejecución, así como tampoco de la operación de ampliación del capital desde el punto de vista de su estructura procedimental compleja.

En este contexto, el presente trabajo tiene por objeto el estudio del supuesto de hecho integrado por la suscripción incompleta del aumento del capital social, que fue objeto de regulación por el artículo 161 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas como consecuencia directa de la incorporación de la Segunda Directiva CEE en materia de sociedades. Este supuesto determina la falta de cobertura patrimonial de la cifra del aumento que consta en el acuerdo social, provocando una discordancia entre el fin u objetivo perseguido por la sociedad y el resultado material obtenido efectivamente tras la ejecución de dicho acuerdo. En este sentido, la suscripción incompleta da lugar al fenómeno conocido (según la terminología acuñada por primera vez en la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada de 23 de marzo de 1995) con el nombre de *aumento incompleto del capital social*.

A la vista del supuesto enunciado, en las páginas que siguen se pretende llevar a cabo un examen pormenorizado de las circunstancias y de la problemática que subyacen tras la referida falta de cobertura de la ampliación del capital, así como un análisis exhaustivo de la disciplina legal aplicable. En este propósito, además del examen del supuesto normativo a partir de su estricta configuración típica y del estudio dogmático de las consecuencias jurídicas que la propia norma enlaza a dicho supuesto, el presente trabajo está dirigido a descubrir la racionalidad implícita en la disciplina positiva desde el punto de vista de la valoración de los distintos intereses —potencialmente en conflicto— que pueden verse afectados por la suscripción incompleta del aumento, sin olvidar, a este fin, el radical cambio de criterio legislativo que se observa en la posterior elaboración de la norma reguladora del supuesto de hecho paralelo en el ámbito de la sociedad de responsabilidad limitada (art. 77 LSRL). Junto a ello, y tras una

labor de concreción del ámbito o alcance práctico de la aplicación de la disciplina por razón de las diferentes clases y modalidades técnicas de ampliación del capital, se analizan otros supuestos en los que la falta de compleción del aumento se produce por causas distintas de la que, en rigor, integra el tipo normativo. En particular, y sobre la base de la ausencia o de la insuficiencia de regulación específica, se hace preciso averiguar respecto de estos *otros supuestos de aumento incompleto* si la regulación de la suscripción incompleta ofrece una solución adecuada en atención a las particulares circunstancias que concurren en cada uno de esos casos, o si, por el contrario, los mismos exigen una solución propia o peculiar.

Por último, conviene advertir que aunque el presente estudio se centra en el análisis del particular problema de la suscripción incompleta del aumento del capital social en la sociedad anónima, no se ha descuidado la referencia comparativa, allí donde se ha considerado necesario, al régimen del aumento incompleto en la sociedad de responsabilidad limitada. Además, tal y como habrá de comprobarse, el lector encontrará a lo largo del trabajo un tratamiento de otras muchas cuestiones, que, siendo conexas con lo anterior, poseen, sin embargo, una sustantividad propia. En efecto, siendo un tema (en apariencia) modesto, la suscripción incompleta constituye una materia que actúa como centro de gravedad en el contexto de la operación jurídico-económica de aumento del capital social, capaz de atraer hacia sí la atención —al menos desde la perspectiva de su estudio dogmático— sobre múltiples problemas inherentes a dicha operación.

## **CAPÍTULO PRIMERO**

### **LA SUSCRIPCIÓN INCOMPLETA DEL AUMENTO DEL CAPITAL SOCIAL: PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA, ORIGEN DE LA NORMATIVA APLICABLE Y DERECHO COMPARADO**

## I. INTRODUCCIÓN: LA EJECUCIÓN DEL ACUERDO DE AUMENTO DEL CAPITAL SOCIAL

### 1. Significado y contenido de la fase de ejecución del acuerdo de aumento del capital social

1. Entre las modificaciones estatutarias, la ampliación de la cifra de capital social presenta algunas particularidades que exigen un análisis pormenorizado. Una de las más relevantes, derivada de la complejidad, más o menos acusada, que caracteriza la operación de aumento<sup>1</sup>, es, sin duda, la disociación en dos fases: la fase deliberativa, que culmina con el correspondiente acuerdo del órgano social competente, y la fase ejecutiva, que, con la intervención de los administradores, socios y, a veces, terceros, tiene como inmediata finalidad llevar a efecto o a buen fin el precedente acuerdo de aumento<sup>2</sup>.

Esta disociación de la operación de aumento del capital social en fases implica que el acuerdo de aumento —haya sido adoptado por la Junta general o, en el caso del capital autorizado, por los administradores— constituye una declaración de voluntad social que expresa simplemente la *intención* del ente corporativo de aumentar la cifra del capital social y modificar correlativamente los Estatutos sociales. Sin embargo, la realización de la modificación queda supeditada a la apertura y conclusión de la fase de ejecución de dicho acuerdo<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Vid. A. ROJO, Voz "Aumento del capital social", *Enciclopedia Jurídica Básica*, I, Madrid, 1994, p. 659; igualmente en "El acuerdo de aumento del capital de la Sociedad Anónima", VV.AA., *Estudios jurídicos en homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, II, Madrid, 1996, p. 2340.

<sup>2</sup> ROJO, Voz "Aumento del capital social", *cit.*, p. 663.

<sup>3</sup> Aunque en los procedimientos ordinarios de ampliación del capital social la fase deliberativa precede cronológicamente a la ejecutiva, está muy extendida en la práctica societaria española y extranjera, en especial, entre las sociedades con un reducido número de socios, los denominados "desembolsos a cuenta de un futuro aumento del capital", cuya principal consecuencia desde un punto de vista procedimental consiste en la inversión de la normal secuencia temporal de la operación de aumento, al anteponerse la ejecución del acuerdo de aumento a la propia adopción del acuerdo mismo (*vid.*, R. CABANAS TREJO/J. MACHADO PLAZAS, *Aumento de capital y desembolso anticipado*, Madrid, 1995, p. 25 y p. 62). La operación de aumento del capital así articulada puede encontrar, no obstante, dificultades para su inscripción en el Registro Mercantil. La Dirección General de los Registros y del Notariado ha denegado en no pocas ocasiones la inscripción de aumentos de capital que habían sido desembolsados antes de la adopción del

En este sentido, es frecuente la idea, expresada a través de diferentes construcciones dogmáticas, de que el aumento del capital social —esto es, el efecto modificador de los Estatutos— sólo se produce una vez que el acuerdo que en su día se adoptó ha sido válidamente ejecutado<sup>4</sup>. La conexión entre la

---

acuerdo de aumento. En este sentido, entre otras, *vid.* la RDGRN de 23 de enero de 1997 (Ar. RJ 282), RDGRN de 24 de febrero de 1997 (Ar. RJ 863) y RDGRN de 26 de febrero de 2000 (Ar. RJ 1088). En las citadas resoluciones se denegó la inscripción de la escritura que documentaba la ejecución del aumento del capital, basándose la argumentación en que el desembolso del aumento (y las consiguientes certificaciones bancarias acreditativas del mismo) había sido realizado con mucha anterioridad respecto de la fecha del acuerdo de aumento (once meses o algo más de un año), faltando, por ello, la necesaria garantía de la integridad de la nueva cifra del capital social. La Dirección General estimó que estos "desembolsos a cuenta de un futuro aumento del capital" no serían sino meros derechos de crédito de los socios frente a la sociedad; derechos de crédito que ésta, de común acuerdo con los socios implicados, podría utilizar para aumentar el capital social mediante la vía de la compensación de créditos prevista en el artículo 156 LSA).

<sup>4</sup> En la doctrina española la distinción entre fase deliberativa y fase ejecutiva fue destacada ya por J. GARRIGUES (*Curso de Derecho mercantil*, Madrid, 1936, p. 236), consolidándose posteriormente al entender que el acuerdo de aumento es un mero proyecto que sólo se hace realidad si las acciones llegan a ser suscritas (entre otros, J. GIRÓN, *Derecho de Sociedades Anónimas*, Valladolid, 1952, p. 477 y p. 481 y ss.; J. GARRIGUES- M. Olivencia, en J. Garrigues/R. Uría, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, II, 3ª ed., Madrid, 1976, p. 272 y p. 288-291; M. DE LA CÁMARA, *Estudios de Derecho Mercantil*, II, Madrid, 1978, p. 158 y ss.; A. SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción del accionista*, Madrid, 1974 (reimpr. 1990), p. 236 y p. 247). La idea de que el acuerdo implica sólo un "querer aumentar el capital" condicionado suspensivamente a la efectiva recepción de los fondos esperados, se encuentra presente entre la doctrina alemana ya bajo el período de regulación de la sociedad anónima en el HGB de 1897 (K. LEHMANN, *Das Recht der Aktiengesellschaften*, Berlin, 1904 (reimpr. 1964), p. 449 y ss.; H. KONIGE/U. PINNER/ F. BONDI, *Staub's-Kommentar zum Handelsgesetzbuch*, Berlin-Leipzig, 1921, p. 1164; K. WIELAND, *Handelsrecht*, II, München-Leipzig, 1931, p. 165; R. FISCHER, *Las sociedades anónimas. Su régimen jurídico* (trad. esp.), Madrid, 1934, p. 410) y se extiende posteriormente entre la doctrina. Así, para R. GODIN/H. WILHELM (Aktiengesetz, Berlin, 1950, p. 685) el acuerdo tiene mero significado programático, cuyo resultado, es decir, la modificación de los Estatutos consistente en la elevación de la cifra del capital social, sólo se produce con la ejecución. Según M. LUTTER (*Kapital, Sicherung der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung in den Aktien- und GmbH-Rechten der EWG*, Karlsruhe, 1964, p. 175 y ss.), el acuerdo de aumento expresa solamente el deseo de aumentar el capital, cuya realización depende del resultado de la suscripción (más recientemente en *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, 2ª ed., Köln-Berlin-Bonn-München, 1990, § 182 marginal 18 y § 185 marginal 2, entre otros). En la doctrina italiana, precisando que el acuerdo es sólo el presupuesto del aumento del capital, aumento que se produce efectivamente con la suscripción de las acciones, *vid.*, por todos, G. TANTINI, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nella società per azioni*, Padova, 1973, p. 25, p. 123-124 y p. 250 y ss. Este autor destaca que, aunque puedan coincidir cronológicamente, no pueden ser objeto de confusión el acuerdo de modificación —que incide en la organización en sentido sólo normativo— y la modificación de hecho de la organización social, que se produce una vez finalizada la fase de ejecución de ese acuerdo; en parecidos términos, F. CHIOMENTI, *La revoca delle deliberazioni assembleari*, Milano, 1969, p. 164 y ss., con amplia información sobre las distintas construcciones ensayadas por la doctrina italiana y alemana; P.G. MARCHETTI, *Problemi in tema di aumento di capitale*, en *Aumento e riduzione del capitale*, Milano, 1984, p. 89. Entre la literatura francesa pueden igualmente encontrarse tempranas referencias (así, entre otros, CH. LYON-CAEN/L. RENAULT, *Traité de Droit Commercial*, Paris, 1929, p. 423; A. MOREAU, *La société anonyme*, I, Paris, 1955-1960, p. 638 y p. 657), que culminan con la redacción del artículo 167 del Decreto de

fase deliberativa y la fase ejecutiva depende de un único instrumento general: el cumplimiento por los administradores del deber de diligencia (arts. 127.1 y 162.2 LSA)<sup>5</sup>.

En la literatura jurídica se ha destacado que la fase deliberativa y, en particular, el acuerdo de aumento del capital queda enmarcado en el ámbito "interno" de la sociedad<sup>6</sup>, mientras que la fase ejecutiva se identifica con la actividad "externa" dirigida al logro del objetivo fijado en el acuerdo<sup>7</sup>. El empleo de estas expresiones "ámbito interno" y "ámbito externo" no se refiere aquí al hecho de que el aumento del capital social proyecte sus efectos de manera exclusiva sobre la posición corporativa de los socios que ya lo eran en el momento de adoptarse el acuerdo, y tampoco se refiere a la circunstancia de que mediante, el aumento del capital, se dé vida a nuevas relaciones jurídicas con terceros ajenos al ente corporativo que, por esta vía, pasan a integrarse en él. En este contexto, la identificación de la fase deliberativa con el ámbito o actividad interna y de la fase de ejecución con el ámbito o actividad externa significa, en este contexto, que el acuerdo de aumento despliega sus efectos en el *ámbito interno de la voluntad*, pero no puede por sí solo dar lugar a los cambios en la realidad jurídica (la alteración en el contenido de los Estatutos, modificación o reorganización de la posición corporativa de los socios, nacimiento de nuevas relaciones societarias) más allá de esa simple voluntad. Ni la operación de aumento concluye ni la reforma estatutaria se produce por la sola decisión del órgano social competente, sino que es necesario que a la voluntad que la sociedad expresa a través del

---

1967 (modificado por Decreto de 2 de mayo de 1983) declarando realizado el aumento, bien a partir de la certificación del depositario constatando la suscripción y el desembolso (art. L. 225-146 del nuevo *Code de Commerce* de 2000—antes artículo 192 de la Ley de Sociedades Comerciales de 1966, modificado por Ley de 3 de junio de 1983—), bien a partir de la conclusión de un contrato con una o varias entidades financieras que garanticen de manera irrevocable el buen fin de la operación (art. L. 225-144 del *Code de Commerce* —antiguo artículo 191-1 de la Ley de Sociedades Comerciales de 1966).

<sup>5</sup> ROJO, "El acuerdo de aumento", *cit.*, p. 2340.

<sup>6</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción preferente*, *cit.*, p. 236.

<sup>7</sup> CHIOMENTI, *La revoca*, *cit.*, p. 165-166.



acuerdo de aumento se añada la voluntad concorde de otros sujetos jurídicamente distintos al ente social en sí (socios o terceros en sentido estricto), los cuales deberán declararla a través del cauce jurídico, que consiste, por lo general, en la suscripción de un determinado número de nuevas acciones<sup>8</sup>. Por esta razón, dentro de las distintas clases de acuerdos sociales, el acuerdo de aumento del capital social no es, salvo excepciones, un acuerdo que se baste a sí mismo para hacer posible el resultado jurídico pretendido (la elevación de la cifra de capital social y la consiguiente modificación de los Estatutos), sino que la declaración de voluntad social, en el transcurso de la fase de ejecución, deberá ser dirigida al exterior para unirse a las declaraciones de voluntad de otras personas —socios o terceros— estableciendo relaciones de naturaleza intersubjetiva<sup>9</sup>.

Esta distinción entre la fase deliberativa y la fase ejecutiva permite apreciar en la operación de aumento del capital un *proceso* o *procedimiento* jurídico integrado por un conjunto de actos de distinta naturaleza que, vinculados entre sí por una relación de dependencia jurídica, confluyen para la obtención de ese concreto resultado jurídico común: la elevación de la cifra del capital social y la modificación de los Estatutos sociales<sup>10</sup>. De esta operación forma parte el

---

<sup>8</sup> Este es el planteamiento extendido uniformemente en todos los sistemas jurídicos contemporáneos. Así, *vid.*, por su claridad, CHIOMENTI, *La revoca*, *cit.*, p. 164. En el sistema español, además de las opiniones de la doctrina tradicional (por todos, GIRÓN, *Derecho de Sociedades Anónimas*, *cit.*, p. 477), *vid.* más recientemente en relación con el problema de la suscripción incompleta, R. CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta del aumento de capital", *RDM*, n° 128, 1990, p. 729.

<sup>9</sup> *Vid.* CHIOMENTI, *La revoca*, *cit.* p. 164-166. Para una distinción entre acuerdos sociales dirigidos de modo exclusivo a regular relaciones de orden puramente interno y acuerdos dirigidos a ser proyectados hacia el exterior para unirse a declaraciones de voluntad de terceras personas, puede verse R. URÍA/A. MENÉNDEZ/J.M. MUÑOZ PLANAS, *La junta general de accionistas (artículos 93-122 de la Ley de Sociedades Anónimas)*, en R. Uría/A. Menéndez/M. Olivencia, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. V, Madrid, 1992, p. 50; y ya antes J. GIRÓN, *Derecho de sociedades. Parte General. Sociedades Colectivas y Comanditarias*. I, Madrid, 1976, p. 312. Para una completa clasificación de los distintos tipos de acuerdos sociales, G. ROMANO-PAVONI, *Le deliberazioni delle assemblee delle società*, Milano, 1951, p. 56 y ss.

<sup>10</sup> La operación de aumento del capital social ha sido definida como un *proceso* integrado por una serie de actos jurídicos que, teniendo distinta naturaleza y significado jurídicos, se encuentran vinculados entre sí por el hecho de ser necesariamente concurrentes para la obtención de un único

acuerdo de aumento adoptado por el órgano competente. El acuerdo constituye el *presupuesto necesario* de la operación de aumento, no pudiendo existir operación de aumento sin acuerdo de aumento<sup>11</sup>. Pero el resultado o efecto jurídico perseguido no se consigue con el mero acuerdo sino que precisa de la realización de los demás actos que integran la operación. .

2. La fase de ejecución como fase distinta a la fase deliberativa no se aprecia con la misma nitidez en todos los casos, ya sea por la forma en que la ejecución del aumento se desarrolla en la práctica, ya sea por la clase o modalidad de aumento, hasta el punto de que, en ocasiones, la fase de ejecución tiene un contenido notablemente simplificado. Así, la consideración de la operación de aumento del capital como un proceso con dualidad de fases y la calificación de la fase de ejecución como fase externa, cobran máxima intensidad cuando la operación de aumento se efectúa con cargo a nuevas aportaciones, especialmente, si tiene lugar la emisión de nuevas acciones. En efecto, la complejidad que presenta el contenido de la fase de ejecución de este tipo de ampliación —que, por esta razón, tomamos como modelo paradigmático a lo largo de este trabajo—, permite apreciar con mayor claridad aquella dualidad de fases y las múltiples cuestiones que puede suscitar la fase de ejecución. El contenido de la fase de ejecución aparece aquí claramente desglosado en una serie de actos jurídicos concatenados entre sí y recíprocamente dependientes: la suscripción de las nuevas acciones emitidas, el desembolso de las mismas en la cantidad establecida en las condiciones de emisión, y la adjudicación de dichas nuevas acciones a los suscriptores. Unos son actos cuya realización corresponde a personas distintas de la sociedad en sí (la suscripción y el desembolso), y otros son actos a efectuar por los administradores en cuanto órgano que tiene atribuida la representación del ente social (la adjudicación de las acciones). Entre éstos, la

---

resultado: la efectiva ampliación del capital social (así, por ejemplo, M. SACRISTÁN REPRESA, "El aumento del capital social: modalidades, requisitos, el aumento de capital con nuevas aportaciones dinerarias o no dinerarias", en A. Alonso Ureba y otros (coord.), *Derecho de sociedades anónimas*, III, vol. 1º, Madrid, 1994, p. 251).

<sup>11</sup> ROJO, "El acuerdo de aumento", *cit.*, p. 2342.

suscripción de las nuevas acciones emitidas constituye un acto de ejecución de especial importancia, ya que de su realización dependen directamente los otros dos: el desembolso y la adjudicación. Al igual que respecto de la conexión entre la fase deliberativa y la ejecutiva, el *impulso* para la realización de los actos que integran la ejecución del aumento depende de la actuación diligente de los administradores, a quienes corresponde la realización de las actuaciones precisas para que los actos de ejecución puedan efectuarse en el tiempo y en la forma previstos<sup>12</sup>.

Sin embargo, en otros casos la fase de ejecución no se distingue con claridad de la fase deliberativa, como ocurre, por ejemplo, cuando la suscripción y el desembolso —actos típicos de ejecución— se realizan por parte de los propios accionistas en la misma Junta general que adopta el acuerdo de aumento<sup>13</sup>. No obstante, este “solapamiento” cronológico y subjetivo de las dos fases normalmente sucesivas, aunque, en la práctica, dificulte la apreciación de la ejecución del acuerdo de aumento como fase autónoma, no empaña la distinción conceptual entre ambas; y tampoco impide seguir considerando la fase

---

<sup>12</sup> Por lo que se refiere a la competencia interorgánica, es bien sabido que si la fase deliberativa, y, en concreto, la adopción del acuerdo de aumento constituye competencia exclusiva —aunque delegable (art. 153.1. b) LSA)— de la Junta general de accionistas, la ejecución del acuerdo es competencia exclusiva y excluyente del órgano de administración. La ejecución del acuerdo de aumento, por tanto, no requiere de delegación alguna por parte de la Junta, como, incorrectamente, parecía sugerir el artículo 116 del derogado Reglamento del Registro Mercantil de 1956, sino que, al igual que la ejecución de otros acuerdos sociales, constituye una tarea propia del órgano de administración.

<sup>13</sup> Esta forma de proceder, frecuente en las sociedades cerradas de reducida base accionarial, y en la que se solapan temporalmente la fase deliberativa y la fase ejecutiva, es válida en términos generales siempre que *todos los accionistas* renuncien a la publicación de la oferta y al plazo de suscripción legalmente establecidos (art. 158 LSA). La validez de la suscripción realizada en la misma junta general en la que se adopta el acuerdo de aumento y, en general, la dispensa al órgano de administración, bajo las anteriores circunstancias, para efectuar la publicación de la oferta en el Boletín Oficial del Registro Mercantil debe admitirse sin dificultad. En Italia, donde el único aspecto polémico es el relativo a la modalidad y a los presupuestos para derogar el régimen previsto por la Ley, *vid.*, U. BELVISO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle s.p.a.*, en P. Rescigno (dir.), *Trattato di diritto privato*, vol. XVII, Torino, 1987, p. 102; E. GINEVRA, “Aumento di capitale sociale e deroga all'art. 2441, comma 2º, C.C.” (*BBTC*, 1995, II, p. 752 y ss., con una amplia información bibliográfica) y U. MAJELLO, “L'esercizio del diritto di opzione per le azioni di nuova emissione” (*Giur. Comm.*, 1996, I, p. 143); también la sentencia del Tribunal de Milán de 19 de junio de 1993 (*Giur. Comm.*, 1995, II, p. 262).

deliberativa como actividad interna de formación de la voluntad social y la fase ejecutiva como actividad externa de realización de tal voluntad. Por otro lado, como ejemplo de los casos en que la técnica jurídica y la clase de contravalor elegidos para aumentar el capital hacen que la fase de ejecución sea extremadamente simple, pueden citarse el aumento del capital mediante emisión de acciones con cargo a reservas y el aumento del capital con elevación del valor nominal de las antiguas acciones con cargo a nuevos desembolsos. En el primero de los casos, la ejecución se materializa exclusivamente en la adjudicación de las nuevas acciones por parte de los administradores a los antiguos accionistas o a los eventuales cesionarios del derecho de asignación gratuita. En el segundo, el único acto que integra la fase de ejecución es el desembolso del incremento del nominal de las acciones, es decir, que falta tanto la suscripción como la adjudicación, ya que no se emiten nuevas acciones.

Pero incluso en estos casos en los que no es fácil distinguir en la práctica la ejecución del acuerdo como fase autónoma, o en aquellos otros en los que la ejecución tiene un contenido extremadamente reducido, no puede negarse la existencia de dicha fase. Hay fase de ejecución siempre que el resultado jurídico pretendido con la adopción del acuerdo de aumento no pueda obtenerse mediante el solo acuerdo, es decir, cuando es precisa la realización de algún acto jurídico ulterior del que la Ley hace depender la realización de la modificación estatutaria. Así, la posibilidad o no de inscribir el aumento en el Registro Mercantil puede ayudar a saber cuando una determinada actuación posterior a la adopción del acuerdo de aumento es un acto de ejecución en sentido estricto o una simple actuación tendente a formalizar la elevación de la cifra de capital decidida en el acuerdo. Dado que, salvo una única excepción (art. 162.2 LSA), no es posible practicar la inscripción de acuerdos no ejecutados (art. 162.1 LSA y art. 165 RRM), el hecho de que la Ley no permita practicar la inscripción a falta de un determinado acto indica que el mismo es un acto de ejecución en sentido estricto o material. Así, el examen de las circunstancias que deben expresarse en la escritura de ejecución (art. 165.4.1º RRM) permite afirmar que tanto la suscripción y el desembolso del aumento -junto, en su caso, con el desembolso

de la prima de emisión-, como la adjudicación de las nuevas acciones a sus legítimos titulares constituyen actuaciones precisas para dar por concluida la operación de aumento del capital y hacer posible la inscripción de la modificación estatutaria en el Registro Mercantil, siendo indiferente que las mismas tengan lugar materialmente en el mismo acto en el que se adopta el acuerdo de aumento, e incluso que se realicen por los mismos sujetos que han participado en la adopción de dicho acuerdo<sup>14</sup>. Sólo en un supuesto muy concreto de aumento del capital, que, por ello, resulta excepcional, no existe fase de ejecución en sentido estricto: cuando el aumento del capital social se realiza mediante elevación del valor nominal con cargo íntegramente a reservas o beneficios sociales. En este caso, el traspaso contable dentro de la partida de fondos propios del balance, la rectificación del valor nominal de las acciones, y el canje, en su caso, de los antiguos títulos representativos de las acciones por los nuevos son actuaciones que no parece que puedan ser calificadas como actos de ejecución en sentido estricto<sup>15</sup>: el aumento del capital, a salvo de la inscripción de

---

<sup>14</sup> Cabe preguntarse si el otorgamiento de la escritura pública del aumento del capital y la inscripción de la misma en el Registro Mercantil forman también parte de la fase de ejecución del aumento. Entre la doctrina se ha destacado que estas dos actuaciones no pueden ser consideradas actos de ejecución en sentido estricto, sino meros *actos de formalización* de la ejecución del aumento (ROJO, "El acuerdo de aumento", *cit.*, p. 2341, nota 3, quien destaca que la operación de aumento del capital puede estar ejecutada aunque no se encuentre documentada, inscrita y publicada; con la misma opinión, J.C. SÁNCHEZ GONZÁLEZ, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital social", en F.J. Aranguren Urriza (dir.) *La sociedad de responsabilidad limitada*, II, Madrid, 1998, p. 279). Es conveniente indicar que esta apreciación es independiente de la discusión sobre el carácter constitutivo o declarativo de la inscripción del aumento del capital. Optar por defender que la inscripción tiene efectos meramente declarativos implica aceptar que el aumento es eficaz desde el momento mismo en que finaliza la fase de ejecución siendo la inscripción del aumento un mero requisito de oponibilidad a terceros de buena fe partir de la publicación en el Boletín Oficial del Registro Mercantil. Desde esta perspectiva es fácil observar cómo los llamados *actos de formalización* no forman parte de la ejecución en sí misma, sino que simplemente representan los requisitos formales necesarios para que el aumento pueda ser opuesto a terceros. Pero aún defendiendo que la inscripción del aumento en el Registro Mercantil pueda tener carácter constitutivo es posible afirmar que el otorgamiento de escritura pública y la inscripción no forman parte de la ejecución. En este sentido, dichos actos serían los requisitos de cuyo cumplimiento depende la eficacia de la operación de aumento.

<sup>15</sup> Así, ROJO, "El acuerdo de aumento", *cit.*, p. 2342; en el sentido de que en esta clase de aumento del capital la ejecución es simultánea al propio acto de adopción del acuerdo de aumento, SÁNCHEZ GONZÁLEZ, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital social", *cit.*, p. 279; en contra, por lo que parece, J.Mª GARCÍA-MORENO GONZALO, *El aumento del capital con cargo a reservas en las Sociedades Anónimas*, Pamplona, 1995, p. 79-84. La divergente opinión de este último autor parece basarse en una diferente sistematización en la clasificación de los aumentos del capital social, al referirse con el término de "procedimientos de realización" a las

la modificación estatutaria en el Registro Mercantil, tiene lugar, simplemente, con la adopción del acuerdo de aumento.

3. La fase de ejecución se inicia en el momento en que se efectúa el primer acto de exteriorización de la voluntad social contenida en el acuerdo. En la modalidad paradigmática del aumento de capital con emisión de nuevas acciones con cargo a nuevas aportaciones, la fase de ejecución se inicia en el momento en que los administradores realizan la publicación del acuerdo de aumento y de las condiciones de emisión, publicación en la que, a su vez, tiene lugar el ofrecimiento o la puesta a disposición de las acciones a los eventuales suscriptores. Así, en el caso habitual de una ampliación del capital con derecho de suscripción preferente de los accionistas, la ejecución se iniciará con la publicación del anuncio de la oferta de suscripción de la nueva emisión en el Boletín Oficial del Registro Mercantil o con el envío de la comunicación escrita a cada uno de los accionistas y usufructuarios (art. 158. 1 y 2 LSA). Si se ha suprimido el derecho de suscripción preferente y las acciones emitidas con ocasión del aumento tienen como destinatarios a personas previamente determinadas por la sociedad, no existe norma legal que establezca el mecanismo a través del que deba canalizarse el ofrecimiento de las acciones. Sin embargo, en ese caso, no ofrece demasiadas dudas que la fase de ejecución se inicia en el momento en que los administradores comunican a los destinatarios de las acciones la adopción del acuerdo de aumento y la forma y momento en que deben realizar su aportación.

## **2. Relevancia del estudio de la fase de ejecución del acuerdo de aumento del capital social**

### **1. A pesar de la importancia de la fase de ejecución del acuerdo de aumento,**

---

distintas clases de aumento según la naturaleza del contravalor, y con la denominación de "métodos de ejecución o materialización" al hecho de que el aumento se efectúe mediante emisión de nuevas acciones o mediante elevación del valor nominal de las ya existentes (no obstante, *vid. últ. op. cit.* p. 390). Desde este punto de vista, sí puede decirse, en efecto, que la elevación del valor nominal de las antiguas acciones constituye la *ejecución* del acuerdo de aumento con cargo a reservas).

ya que de la misma depende la efectiva ampliación de la cifra de capital social y la consiguiente modificación estatutaria, durante la vigencia de la Ley de Régimen Jurídico de Sociedades Anónimas, de 17 de julio de 1951, fue escaso el tratamiento de los problemas referentes a la ejecución del acuerdo de aumento, e inexistentes los estudios sobre la operación de aumento del capital considerada globalmente como un *proceso jurídico* compuesto de un conjunto de actos de diferente naturaleza. En realidad, y dejando de lado algunas cuestiones concretas, en relación con la fase de ejecución del acuerdo el único tema estudiado con rigor fue el de la suscripción de las nuevas acciones, y ello, fundamentalmente, desde la perspectiva de los derechos del accionista.

La razón de este aparente desinterés por la fase de ejecución del acuerdo de aumento quizá puede encontrarse en el hecho de que la fase deliberativa y la fase de ejecución no aparecían claramente diferenciadas en los términos del precedente sistema legal. Con excepción de la norma dedicada a regular el derecho de suscripción preferente, no se contaba con precepto alguno referido a la ejecución del acuerdo de aumento. Además, la Ley de Régimen Jurídico de Sociedades Anónimas de 1951 (arts. 84 y 87) y el Reglamento del Registro Mercantil de 1956 (art. 114) se limitaban a exigir simplemente la inscripción del acuerdo de aumento, sin ulterior referencia a la necesidad de inscripción de la efectiva ejecución, que, de esta manera, podía llegar a no tener reflejo en el Registro Mercantil<sup>16</sup>. Desde un punto de vista estrictamente legal, la modificación

---

<sup>16</sup> No ocurría así en los sistemas legales más representativos del entorno jurídico más cercano, que ya habían arbitrado diferentes mecanismos de constancia registral de la ejecución del acuerdo de aumento. Así en el Derecho alemán, es tradicional el sistema de la doble inscripción, del acuerdo de aumento y de su ejecución, otorgándose a la inscripción de la ejecución carácter constitutivo. La técnica de la doble inscripción se preveía ya en el *Handelsgesetzbuch* de 1897 (§§ 280 y 284), admitiéndose que pudiera ser realizada conjuntamente tan pronto como el aumento hubiera sido ejecutado (§ 285), y pasó sin modificaciones de importancia a la *Aktiengesetz* de 1937 (§§ 151, 155 y 156) y a la vigente *Aktiengesetz* de 1965 (§§ 184, 188 y 189).

Similar mecanismo se adoptó, salvo en lo referente al otorgamiento de eficacia constitutiva a la inscripción de la ejecución del aumento, en el Derecho italiano ya desde la puesta en vigor del *Codice civile* de 1942. El aumento del capital social era entendido como una modificación estatutaria sometida a la condición suspensiva de la suscripción de las acciones, por lo que se consideró conveniente arbitrar un mecanismo que permitiera que los efectos de la publicidad registral no se limitaran al simple acuerdo de aumento, sino que se extendieran necesariamente a

estatutaria parecía quedar ligada a la adopción del acuerdo de aumento, quedando muchas veces en la sombra las cuestiones relativas a la ejecución de ese acuerdo<sup>17</sup>. Este defecto de técnica legislativa en la regulación del mecanismo

---

la suscripción de las acciones como acto jurídico del que depende la efectiva ampliación. Por esta razón, se introdujo en el *Codice Civile* un precepto (art. 2444), que ya en su primera redacción obligaba a la inscripción del resultado de la fase de suscripción —de la ejecución—. De este modo, hasta que tal inscripción no hubiese sido realizada, el aumento de capital "no podía ser mencionado *negli atti* de la sociedad". Sobre esta cuestión, L. MOSSA, "Pubblicazione dell'aumento del capitale della società anonima", *Riv. Dir. Comm.*, 1941, II, p. 177-184; A. BRUNETTI, *Società per azioni*, en *Trattato di Diritto delle società*, II, Milano, 1948, p. 523-524.

En Francia se entendió que las formalidades de publicidad previstas en los artículos 55 y 56 de la Ley de 1867 debían aplicarse tanto al acuerdo de la Junta general como a la realización de este acuerdo, es decir, al aumento ya ejecutado, permitiéndose, como permite la Ley de Sociedades Anónimas alemana, que las formalidades de depósito pudieran ser cumplidas sucesivamente en dos actos o simultáneamente en uno sólo (CH. LYON-CAEN/L. RENAULT, *Traité de Droit Commercial*, II, *cit.*, p. 423). En la actualidad, el Decreto nº 84-406, de 30 de mayo de 1984, relativo al *Registre du Commerce et des Sociétés* establece la obligación de depositar *au greffe du tribunal de commerce* del lugar del domicilio social dos copias del acta de la Junta general que adoptó el acuerdo de aumento, o de la decisión de los administradores de aumentar el capital en el caso del aumento del capital autorizado, en el plazo de un mes desde la fecha de la celebración de la Junta (arts. 49-51). No obstante, el aumento del capital sólo se entenderá realizado en la fecha de emisión del certificado acreditativo del depósito por parte la entidad depositaria de las aportaciones sociales (art. 167 en relación con el art. 62 del Decreto nº 67-236, de 23 de marzo de 1967). Los autores entienden que sólo a partir de este momento se produce la modificación de los Estatutos y se podrá proceder a la inscripción de esta circunstancia en el registro en los términos del art. 22 del Decreto de 30 de mayo de 1984 (*vid.* J. MESTRE/C. BLANCHARD-SÉBASTIEN, en *Lamy Sociétés Commerciales*, Paris, 1998, nº 3674 y nº 3676).

En fin, el Código de las Obligaciones suizo de 1911 ya preveía antes de su última reforma que el acuerdo de aumento adoptado por la primera junta general, si bien debía ser presentado en el Registro, no podía ser inscrito hasta que la segunda junta general encargada de constatar la suscripción y el desembolso hubiera tenido lugar (art. 653 OR; *vid.* F. v. STEIGER, *Das Recht der Aktiengesellschaft in der Schweiz*, Zürich, 1966, p. 285). En la actualidad, tras la reforma sufrida por el Código en 1991, el Consejo de administración debe ejecutar el acuerdo de aumento en el plazo de tres meses (art. 650.1 OR), de modo que el acuerdo caduca si en esos tres meses el aumento del capital no es inscrito en el Registro Mercantil (art. 650.3 OR).

<sup>17</sup> En la doctrina se insistía, sin embargo, en la necesidad de impedir que pudiera darse por aumentado el capital sin haber sido ejecutado válida y completamente el acuerdo, por lo que se exigía la extensión del contenido de la publicidad registral a la fase de ejecución. Entre los partidarios de postergar la inscripción del acuerdo de aumento al momento en que los administradores pudieran aportar prueba de la suscripción (inscripción simultánea del acuerdo de aumento y su ejecución) o, subsidiariamente, de una segunda inscripción (relativa a la acreditación de la suscripción de las acciones), si con anterioridad se hubiera inscrito el simple acuerdo de aumento, *vid.* GARRIGUES-Olivencia, *Comentario*, II, *cit.*, p. 290; acogiendo alternativamente las dos soluciones, DE LA CÁMARA, (*Estudios de Derecho Mercantil*, II, *cit.*, p. 160), para el que, además, era posible una tercera posibilidad consistente en inscribir el acuerdo de aumento y la modificación estatutaria de la cifra de capital, si bien sometiendo su eficacia a la posterior suscripción y desembolso de las acciones. En contra de estas prácticas, aunque sin aportar otras soluciones alternativas, GIRÓN, *Derecho de Sociedades Anónimas*, *cit.*, p. 481.



de la inscripción del aumento generaba un riesgo para el principio de íntegra suscripción y para el principio de realidad del capital social, ya que, de hecho, hacía posible que accedieran al Registro aumentos de capital que aún no habían sido ejecutados —y que en no pocas ocasiones no llegaban nunca a ejecutarse— o cuya ejecución había fracasado<sup>18</sup>.

2. Los cambios que ha experimentado el régimen del aumento del capital social por efecto de la Ley 19/1989, de 25 de julio, han tenido como consecuencia que la atención que tradicionalmente se ha dispensado al acuerdo de aumento se haya desplazado hacia el proceso de ejecución del mismo. Por un lado, tras la

---

En cuanto a la doctrina registral, es preciso destacar dos resoluciones de la Dirección General de los Registros y del Notariado, ambas con fecha de 7 de marzo de 1980 (Ar. RJ 1980/825 y Ar. RJ 1980/1587), donde se confirmó la calificación negativa de la solicitud de inscripción de un aumento del capital acordado, pero que no había sido suscrito íntegramente ni desembolsado en el mínimo inicial del 25%. Por otro lado, la RDGRN de 18 de marzo de 1991 (BOE de 22 de mayo de 1991), aplicando todavía al caso la regulación de la LSA de 1951, estimó en relación con el mecanismo de constancia registral del resultado de la suscripción que, "aun sin desconocer que la realidad y exactitud de del aumento depende en definitiva de la validez y eficacia de aquellos negocios [de suscripción],..., es título suficiente para la constatación registral de la ampliación, el documento auténtico que recoja el acuerdo inicial y la manifestación formulada por el órgano social competente, bajo su responsabilidad, acerca del resultado de la suscripción y de la consiguiente alteración de los datos estatutarios relativos al capital".

<sup>18</sup> Denunciando los defectos del sistema registral de los aumentos de capital durante la vigencia de la anterior legislación de anónimas, R. GARCÍA VILLAYERDE, "La constitución y el capital en las sociedades de la CEE (Primera y Segunda Directrices)", en E. García de Enterría/ J. González Campos/S. Muñoz Machado (dirs.), *Tratado de Derecho comunitario europeo (Estudio sistemático desde el Derecho español)*, III, Madrid, 1986, p. 254; A. BERCOVITZ, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital" en I. Quintana (dir.), *El nuevo derecho de las sociedades de capital*, Madrid, 1989, p. 180 y 185 y ss; más recientemente, GARCÍA-MORENO, *El aumento del capital con cargo a reservas*, cit., p. 383 y ss.

En efecto, la falta de un mecanismo que obligara a dar la adecuada publicidad registral a la consumación de la operación de aumento, una vez finalizado el período de suscripción y desembolso de las acciones, podía dar fácilmente lugar a que se encontraran inscritas en el Registro Mercantil ampliaciones de capital que, o bien no habían sido suscritas en absoluto o bien lo habían sido sólo en parte, provocando posibles actuaciones fraudulentas frente a terceros y vulnerando, en estos casos, el principio de íntegra suscripción reconocido por primera vez en nuestro Derecho con la LSA de 1951 (art. 8). En relación con esto último, y a pesar del silencio de la Ley, la doctrina se mostraba favorable a aplicar el principio de íntegra suscripción no sólo en el momento constitutivo de la sociedad sino también en los posteriores aumentos del capital al objeto de no convertir en mera formalidad la mencionada exigencia legal (*vid.*, por todos, GARRIGUES/Olivencia, en J. GARRIGUES /R. URÍA, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, I, 3ª ed., (edición revisada por A. Menéndez y M. Olivencia), Madrid, 1976, p. 288-291; DE LA CÁMARA, *Estudios de Derecho Mercantil*, II, cit., p. 159; no obstante, A. BÉRGAMO, *Sociedades anónimas (Las acciones)*, I, Madrid, 1970, p. 293 ss.).

reforma de 1989, la inscripción de la ejecución del aumento en el Registro Mercantil constituye una exigencia legal, hasta el punto de que, como regla general, la inscripción del simple acuerdo de aumento no puede realizarse sin la simultánea inscripción de la ejecución de ese acuerdo (art. 162.1º y 2º de la LSA de 1989 y art. 165 del RRM de 1996)<sup>19</sup>. Por otro, la Ley contempla de manera expresa, por primera vez, algunas cuestiones específicamente relacionadas con la fase de ejecución. Así, por ejemplo, el problema de la suscripción incompleta del aumento (art. 161 LSA), las consecuencias que sobre los actos de ejecución

---

<sup>19</sup> Como es sabido, a través de la Ley de reforma parcial y de adaptación de la legislación mercantil a las Directivas CEE en materia de sociedades, de 25 de julio de 1989, se efectúa la adaptación de la legislación española a los textos normativos dictados en el seno de la CEE en materia societaria. Esta adaptación supuso la incorporación al Derecho interno, entre otras, de la Directiva 77/CEE, de 13 de Diciembre de 1976 (en adelante, Segunda Directiva), obliga a los Estados miembros a extender el alcance de la publicidad oficial no sólo al acuerdo de aumento sino también a la ejecución del mismo (art. 25.1); en relación con el proceso de adaptación de la legislación española de sociedades anónimas a las normas comunitarias en materia de capital, *vid.*, por todos, GARCÍA VILLAVÉRDE, "La constitución y el capital en las sociedades de la C.E.E.", *cit.*, p. 131 y ss.

El sistema de la inscripción simultánea del acuerdo de aumento y de su ejecución resultó ser el mecanismo registral de la operación de aumento del capital de la sociedad anónima por el que finalmente optó el legislador español (art. 162.1 LSA de 1989 y arts. 165 y 166 del RRM de 29 de diciembre de 1989, aunque permitiéndose la formalización del acuerdo y de la ejecución en escrituras separadas), en detrimento del sistema de la doble inscripción, que, ya presente en otros ordenamientos jurídicos extranjeros (arts. 2411 y 2444 del *Codice Civile* italiano y § 184 y 188 AktG alemana), había sido proyectado durante el proceso de reforma de la legislación de anónimas (art. 141.1º del Anteproyecto de Ley de Sociedades Anónimas de 1979 y art. 99.1º del Anteproyecto de Ley de reforma parcial y de adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la CEE en materia de sociedades de 1987); en relación con el *iter* legislativo seguido en la elaboración del sistema de la inscripción simultánea, desde el Anteproyecto de LSA de 1979 hasta el Proyecto de Ley de reforma parcial y de adaptación de 1988, *vid.* GARCÍA-MORENO, *El aumento del capital con cargo a reservas*, *cit.*, p. 387-388; entre la literatura existente sobre la reforma del procedimiento registral del aumento del capital social *vid.*, en especial, GARCÍA VILLAVÉRDE, "La constitución y el capital en las sociedades de la C.E.E.", *cit.*, p. 253 y ss.; A. SÁNCHEZ ANDRÉS, "Aumento y reducción del capital", en A. ALONSO UREBA/J. M. CHICO ORTIZ/F. LUCAS FERNÁNDEZ (Coords.), *La reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Madrid, 1987, p. 378; J. Mª DE LA CUESTA, "El aumento y la reducción del capital social", en A. Rojo (dir.), *La reforma de la Ley de sociedades anónimas*, Madrid, 1987, p. 174; BERCOVITZ, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital", *cit.*, p. 180 y 185 y ss.).

El sistema de la inscripción simultánea es hoy el *sistema general* de inscripción del aumento del capital en el Registro Mercantil, pero no es el único posible. En el marco de las modificaciones efectuadas en la LSA por virtud de la Disposición Adicional Decimoquinta de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, se ha introducido el sistema de la doble inscripción como sistema facultativo para aumentos de capital en los que concorra un doble requisito: el acuerdo de aumento *podrá* inscribirse antes de la ejecución siempre que se trate de una emisión autorizada o verificada por la CNMV, y que se haya previsto la suscripción incompleta en el acuerdo de aumento (art. 162.2 LSA).

tiene la falta de inscripción del aumento (art. 162 apartados 3, 4 y 5 LSA), y la necesidad de que en la escritura del aumento conste expresamente la realización de los actos de ejecución (art. 166.4 RRM).

3. Como el aumento del capital social no se produce sino con la efectiva ejecución del acuerdo de aumento, y hasta que ésta no tiene lugar no es posible, como regla general, la inscripción de la modificación de la cifra de capital en el Registro Mercantil, el análisis de las cuestiones relativas a la fase de ejecución adquiere en la actualidad un especial relieve. Dentro de estas cuestiones, el estudio de las causas y consecuencias de los defectos en el proceso de ejecución ocupa un lugar destacado, dado que dichos defectos pueden llegar a provocar el fracaso del conjunto de la operación.

### 3. La ineficacia de la ejecución del acuerdo de aumento

Dentro de los problemas que plantea la ejecución del acuerdo de aumento del capital social, uno de los más relevantes se identifica con las causas que pueden provocar que dicha ejecución quede sin efecto. Respecto de este tema, al que podemos referirnos bajo la genérica denominación de *ineficacia de la ejecución del aumento*<sup>20</sup>, el Derecho vigente regula algunas cuestiones,

---

<sup>20</sup> Sin pretender entrar ahora en las discusiones doctrinales sobre el verdadero significado del término de "ineficacia" y sobre su distinción con otras figuras afines (v. gr.: inexistencia, invalidez), partiremos, siguiendo a un relevante sector de la doctrina civilista, de la identificación entre los conceptos de invalidez e ineficacia (F. DE CASTRO, *El negocio jurídico*, Madrid, 1985, p. 463; L. Díez-PICAZO, *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, I, *Introducción. Teoría del contrato*, Madrid, 1993, p. 431;). En una primera aproximación al concepto de ineficacia puede decirse que "se considera negocio ineficaz aquel al que cualquier obstáculo o defecto impide que despliegue sus naturales consecuencias" (DE CASTRO, *El negocio jurídico*, cit., p. 462), es decir, es negocio ineficaz aquél que no puede desplegar en el mundo de la realidad jurídica las mutaciones —sea cual sea su clase y contenido (de creación, declaración, modificación, extinción, etc... de situaciones o relaciones jurídicas)— que esa reglamentación autónoma está llamada a producir según su propia naturaleza (L. Díez-PICAZO, "Eficacia e ineficacia del negocio jurídico", *ADC*, II, 1961, p. 810). En cuanto, a las consecuencias o "efectos" del negocio ineficaz, es imposible establecer de manera completa y rigurosa una lista de tales "efectos" puesto que, en definitiva, dependerán del tipo concreto de ineficacia de que se trate. No obstante, en líneas generales, aquellas consecuencias comportan la imposibilidad para las partes de exigir los efectos del negocio, la irrelevancia de estos efectos, o la desaparición de los ya producidos (vid. Díez-PICAZO, *Fundamentos*, I, p. 438-441).

resolviendo algunas dudas que ya habían sido planteadas por la doctrina antes de la reforma. No obstante, la solución legal de estas cuestiones ha sido sólo parcial, porque deja sin solventar gran número de cuestiones que se plantean en la práctica; y, además, ha sido una solución en cierto modo sólo aparente, porque, a veces, bajo la sencillez y claridad de la norma se esconden múltiples posibilidades de interpretación. Atendiendo a esta doble consideración, el análisis de la normativa que regula esta materia comprende dos funciones: una de mera *interpretación* de lo expresamente regulado en la Ley, y otra de *integración* de aquellos aspectos que, teniendo lugar en la práctica, sin embargo, no han sido contemplados por el legislador<sup>21</sup>.

### 3.1. Clases de ineficacia

Al hablar de *ineficacia de la ejecución* del acuerdo de aumento del capital social, es preciso distinguir, en primer lugar, entre aquellos supuestos que determinan una *ineficacia indirecta o refleja* de la fase de ejecución y aquellos otros que dan lugar a una *ineficacia directa*<sup>22</sup>. A su vez, la ineficacia de la

---

<sup>21</sup> Con ésto no se quiere defender, sin embargo, la práctica del llamado *reglamentarismo normativo* "consecuencia del afán por contemplar en la norma todos los supuestos de hecho, anulando la técnica y la elegancia de las leyes, el valor de su formulación genérica y, a la postre, su misma potencialidad normativa" (A. MENÉNDEZ, "El Anteproyecto de Ley de reforma parcial y de adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la CEE en materia de sociedades", en A. Rojo (dir.), *La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1987, p. 18).

<sup>22</sup> Es preciso advertir desde este momento que el recurso a la teoría general del negocio jurídico resulta imprescindible a la hora de abordar el tema de la ineficacia del aumento del capital, dado el carácter negocial implícito en la operación de aumento del capital social, tanto desde el punto de vista del procedimiento jurídico que ésta representa, como en lo que se refiere, en su mayor parte, a los actos individuales que la integran. En sentido amplio, se ha definido el negocio jurídico como un acto, declaración o acuerdo de voluntades dirigido a reglamentar de forma autónoma una determinada relación o situación jurídica (DE CASTRO, *El negocio jurídico*, cit., p. 25 y ss., en especial, p. 34; DíEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, p. 73; E. BETTI, *Teoría general del negocio jurídico*, 2ª ed. (trad. esp.), Madrid, 1959, p. 51 y ss.; L. CARIOTA FERRARA, *El negocio jurídico* (trad. esp.), Madrid, 1956, p. 58). Si la esencia del negocio jurídico se halla en el hecho de ser una reglamentación *autónoma*, es de destacar que el conjunto de actos que integran la operación de aumento del capital aparece presidido también por el principio de la autonomía privada. Así, en cuanto al *acuerdo* de aumento, constituye opinión unánime la clasificación de los acuerdos sociales, dentro de la amplia categoría de los actos y negocios jurídicos, puesto que constituyen una declaración de voluntad imputable a la persona jurídica, que se encuentra dirigida

ejecución del aumento del capital por defectos o vicios en los actos de ejecución del aumento del capital (esto es, la denominada ineficacia *directa*) puede ser *total* o *parcial*, según si la falta de efectos se extiende a todo el contenido de la fase de ejecución o si se circunscribe sólo a una parte de ésta. Por otro lado, desde el punto de vista de la causa misma que provoca la ineficacia, ésta puede ser *originaria* o *sobrevenida*.

### 3.1.1. Ineficacia indirecta e ineficacia directa

a producir unos determinados efectos con transcendencia en el mundo del Derecho, discutiéndose únicamente el carácter o naturaleza interna de ese negocio (entre la doctrina civilista, *vid.*, DíEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 75 y ss.; entre la doctrina mercantilista, por ejemplo, URÍA/MENÉNDEZ/MUÑOZ PLANAS, *La Junta General de accionistas*, *cit.*, p. 50). Además, el carácter negocial aparece reforzado en el caso del acuerdo de aumento del capital, ya que este acuerdo es siempre fruto de la autonomía privada (ROJO, "El acuerdo de aumento", *cit.*, p. 2343, destacando que, en rigor, en ningún caso la Ley obliga a la sociedad a aumentar su capital, lo que hace que dicho acuerdo sea siempre voluntario). Lo mismo cabe afirmar respecto de los actos de ejecución. Por un lado, aunque la ejecución del acuerdo de aumento, al igual que la ejecución de cualquier otro acuerdo social, es un acto debido o forzoso para los administradores de la sociedad (negando el carácter negocial de los actos y contratos impuestos o forzosos, L. DíEZ-PICAZO, "Los llamados contratos forzosos", *ADC*, 1956, I, p. 85 y ss.), no lo es para la sociedad misma, que podrá decidir no ejecutarlo mediante la simple revocación del acuerdo por el mismo órgano competente que lo adoptó. Por otro, la suscripción es siempre una declaración que emana de la libre voluntad del suscriptor (socio o tercero), dado que no existe obligación de suscribir incluso aunque el socio hubiera votado a favor del acuerdo (ROJO, "El acuerdo de aumento", *cit.*, p. 2344). Y lo mismo cabe afirmar respecto del desembolso. En las sociedades de capital el principio de responsabilidad limitada impide obligar a realizar nuevas aportaciones al capital, por lo que el desembolso es siempre fruto del previo consentimiento, expresado, bien a través de la suscripción de nuevas acciones, bien mediante una declaración de voluntad en este sentido, como ocurre si el aumento del capital se intrumenta mediante la elevación del valor nominal de las antiguas acciones. Sólo el acto de adjudicación de las acciones —acto de ejecución típico— parece escapar de dicho carácter negocial. Tomando como referencia los contratos de compraventa de cosas genéricas, con los que el negocio de suscripción guarda evidentes semejanzas, el acto de adjudicación o de asignación puede ser concebido como un acto de especificación o individualización del objeto del negocio. Respecto de estos actos, dirigidos a separar del género los ejemplares concretos que pasan a propiedad del adquirente (o de cada uno de ellos, en caso de ser varios los que concurren a la adquisición de un conjunto indeterminado de objetos del mismo género), suele negarse su naturaleza negocial, ya que, puesto que el negocio se encuentra ya perfeccionado, son simples *actos debidos*, o, si se prefiere, actos de ejecución del contrato o actos de cumplimiento que no constituyen, propiamente, declaraciones de voluntad negocial (*vid.* MESSINEO, *Il contratto in genere*, *cit.*, p. 73 y ss., aunque reconociendo la existencia de algunos supuestos de actos de individualización que sí admitirían un carácter negocial; en la doctrina española, por ejemplo, J. L. LACRUZ BERDEJO y otros, *Elementos de Derecho Civil*, I, vol. 3º, 2ª ed., revisada por J. Delgado Echeverría, Madrid, 2000, p. 119 y ss.). A pesar del indudable carácter negocial que está presente en la operación de aumento, la traslación de principios y normas pertenecientes a la doctrina general del negocio jurídico y de los contratos debe hacerse con cautela, habida cuenta de la especialidad del Derecho de Sociedades respecto del Derecho general de obligaciones y contratos (*vid.* GIRÓN, *Derecho de sociedades*, I, *cit.*, p. 138 y ss.).

### A) Ineficacia indirecta

Bajo la expresión de *ineficacia indirecta* de la ejecución del aumento del capital se comprenden aquellos casos en los que el origen del vicio o defecto invalidante (ya sea un defecto de fondo o de forma) no está en ninguno de los actos jurídicos que integran la fase de ejecución, sino que se encuentra dentro de la fase deliberativa del aumento del capital social, afectando a la eficacia del propio acuerdo de aumento. Como ya se ha indicado, el *acuerdo* de aumento no sólo constituye el acto jurídico que inicia la *operación* de aumento del capital, sino que, además, actúa como *presupuesto necesario* de esta operación. Si bien es posible concebir la existencia de un acuerdo de aumento sin operación de aumento (v. gr.: un acuerdo de aumento que todavía no ha comenzado a ejecutarse o cuya ejecución, ya iniciada, se encuentra en suspenso), no es posible concebir —o, al menos, no en términos de legalidad— la existencia de una operación de aumento sin acuerdo de aumento. Por esta razón, si el acuerdo de aumento viciado estaba en proceso de ejecución o ya había sido ejecutado, la declaración de ineficacia consecuencia de la impugnación del acuerdo proyectará también sus efectos sobre dicha ejecución, si bien, en este caso, de manera indirecta o refleja, siendo ineficaces los actos de suscripción, desembolso y adjudicación de las acciones que hubieran sido realizados, e impidiendo la consecución del resultado jurídico pretendido, esto es, la elevación de la cifra de capital social que figura en los Estatutos<sup>23</sup>.

---

<sup>23</sup> Uno de los principales problemas ligados a la declaración de nulidad de un acuerdo de aumento del capital ya ejecutado, es el del alcance mismo de la declaración judicial de nulidad. Según la doctrina general de la nulidad de los negocios y actos jurídicos, la declaración de nulidad produce efectos *ex tunc*, operando retroactivamente y anulando, en consecuencia, todos los actos realizados en ejecución del negocio anulado y todas aquellas situaciones (a salvo de los derechos adquiridos por terceros de buena fe) que traigan causa de aquél (vid. L. DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, p. 467, p. 474-475 y p. 494-495). La doctrina mercantil no ha dudado hasta el momento en aplicar esta solución en lo que se refiere a la nulidad (o anulabilidad) de los acuerdos sociales (vid. URÍA/MENÉDEZ/MUÑOZ PLANAS, *La Junta general de accionistas*, cit., p. 342-343; en la jurisprudencia reciente, vid. STS de 30 de septiembre de 2000, Ar. RJ 7537, en la que el Tribunal, al hilo de una cuestión de cosa juzgada, se refiere a la fuerza expansiva de la declaración de nulidad de una ampliación del capital de una sociedad anónima, que anula dos Juntas generales celebradas posteriormente a la adopción del acuerdo de aumento anulado por quedar afectados el *quorum* para la válida constitución de las Juntas y la composición de las mayorías necesarias para

Al lado de estos supuestos, un supuesto especial de ineficacia indirecta de la ejecución lo constituye la posible revocación del acuerdo de aumento. Como es sabido, la revocación es un acto jurídico unilateral expresivo de un poder de retractación mediante el cual se pretende por su autor la privación de los efectos de un negocio jurídico precedente por él también celebrado, dando lugar a una suerte de ineficacia sobrevenida de éste<sup>24</sup>. Al igual que cualquier otro acuerdo social, el acuerdo de aumento puede ser posteriormente revocado por el órgano social que lo adoptó,

---

la aprobación de los acuerdos en ellas adoptados.). Sin embargo, en el ámbito doctrinal comparado se ha puesto de manifiesto la gravedad de las consecuencias que puede acarrear la traslación automática de la teoría general de la nulidad del negocio jurídico al ámbito de la nulidad del acuerdo social de aumento del capital de una sociedad anónima, ya que ello obliga a la sociedad a retornar a la situación anterior a la adopción del acuerdo de aumento declarado nulo y a ignorar, por consiguiente, otros muchos actos de gestión o la adopción de otros acuerdos sociales, favoreciendo en ocasiones el solo interés del impugnante y sacrificando otras posiciones subjetivas y los intereses del propio mercado (*vid.*, con ulteriores consideraciones, G. MEO, *Gli effetti dell'invalidità delle deliberazioni assembleari*, Milano, 1998, p. 341 y ss.). Esta gravedad ha llevado a un autorizado sector de la doctrina alemana ha revisar la teoría tradicional de la nulidad de los acuerdos sociales (basada en la aplicación del referido efecto *ex tunc*), y que, aplicada al acuerdo de aumento del capital, supone la ineficacia de todo el proceso de ejecución del acuerdo (incluso cuando éste ya hubiera sido inscrito en el Registro Mercantil) y la consecuente ineficacia de la emisión de las acciones y de la adquisición, con el mismo carácter *ex tunc*, de los derechos de socio nacidos en virtud de dicha ejecución (*vid.*, por ejemplo, R. SCHLEYER, "Die unwirksame Kapitalerhöhung", AG, 1957, nº 7, p. 145 y ss.). La revisión parte del fundamental artículo de W. ZÖLLNER, "Folgen der Nichtigkeitklärung durchgeführter Kapitalerhöhungbeschlüsse", AG, 1993, nº 2, p. 68 y ss., cuyo contenido es ampliado al año siguiente en colaboración con M. WINTER (ZÖLLNER/WINTER, "Folgen der Nichtigkeitklärung durchgeführter Kapitalerhöhungbeschlüsse", ZHR, 1994, nº 158, p. 59 y ss.), que es seguido de las aportaciones de M. KORT, "Aktien aus vernichteten Kapitalerhöhung", ZGR, 1994, nº 2, p. 291 y ss.; G. KRIEGER, "Fehlerhafte Satzungsänderungen: Fallgruppen und Bestandskraft", ZHR, 1994, nº 158, p. 35 y ss., en especial, p. 47 y ss.; P. HOMMELHOFF, "Zumm vorläufigen Bestand fehlerhafter Strukturänderungen in Kapitalgesellschaften", ZHR, 1994, nº 158, p. 11 y ss.). Aunque el tema excede con mucho del objeto del presente trabajo, conviene indicar al menos que, a juicio de los citados autores alemanes, las catastróficas consecuencias derivadas de la declaración de nulidad con efectos *ex tunc* de un acuerdo de aumento ya ejecutado e inscrito (*vid.*, una relación de las mismas, en ZÖLLNER, "Folgen der Nichtigkeitklärung durchgeführter Kapitalerhöhungbeschlüsse", *cit.*, p. 71), pueden ser paliadas en parte mediante la aplicación de las reglas especiales de la nulidad de la sociedad, lo que conduciría a sostener que la declaración de nulidad del acuerdo de aumento sólo podrá tener efectos *ex nunc* (es decir, desde la fecha de la sentencia anulatoria). De este modo, los derechos de socio adquiridos en virtud del aumento del capital anulado serían, sin embargo, eficaces, debiendo sustanciarse las consecuencias retroactivas de la declaración de nulidad por la vía transaccional o por la vía de la liquidación parcial de la sociedad (con la consiguiente indemnización al afectado por su exclusión de la sociedad; *vid.* al respecto ampliamente, ZÖLLNER/WINTER, "Folgen der Nichtigkeitklärung durchgeführter Kapitalerhöhungbeschlüsse", *cit.*, p. 59 y ss.; *vid.*, no obstante, algunas precisiones efectuadas por KRIEGER, "Fehlerhafte Satzungsänderungen: Fallgruppen und Bestandskraft", *cit.*, p. 49 y ss.; y los límites a la nueva teoría de la eficacia *ex nunc* de la declaración de nulidad en relación con determinados supuestos de acuerdos sociales de naturaleza estructural, en HOMMELHOFF, "Zumm vorläufigen Bestand fehlerhafter Strukturänderungen in Kapitalgesellschaften", *cit.*, p. 30 y ss.).

<sup>24</sup> *Vid.* E. ROCA TRÍAS, Voz "Revocación", *Enciclopedia Jurídica Básica*, IV, Madrid, 1994, p. 6011.

quedando únicamente la duda sobre si esta revocación es jurídicamente admisible una vez que haya comenzado la ejecución de dicho acuerdo. En caso de admitir la validez de la revocación del acuerdo de aumento ya en fase de ejecución o, incluso, cuya ejecución ha concluido, la revocación tendrá como inevitable consecuencia la ineficacia de los actos de ejecución del acuerdo de aumento revocado que hubieran sido efectuados<sup>25</sup>.

### **B) Ineficacia directa**

1. A diferencia de estos supuestos en los que la ineficacia de la fase de ejecución es solamente indirecta o refleja, la *ineficacia directa* de la ejecución del acuerdo de aumento incluye todos aquellos supuestos en los que el vicio o defecto invalidante tiene su origen en la misma fase de ejecución. En estos casos, se parte de un acuerdo de aumento válido que no adolece de vicio alguno que determine su nulidad o anulabilidad, situándose, por contra, el hecho invalidante en la fase de ejecución. La ineficacia de la ejecución del aumento es consecuencia de algún vicio o defecto que afecta de manera directa a uno o varios de los actos de ejecución. La consideración de la operación de aumento como un *proceso* integrado por diferentes actos que necesariamente han de

---

<sup>25</sup> La revocación puede ser fruto de un acto voluntario de la sociedad, por el que se pretende, mediante la adopción de un acuerdo *ad hoc* de revocación, dejar sin efecto un precedente acuerdo de aumento. Pero también la revocación del acuerdo de aumento puede ser consecuencia de la adopción de un acuerdo social posterior cuyo contenido sea incompatible con un precedente acuerdo de aumento todavía no ejecutado (así, *vid.*, un ejemplo de posible incompatibilidad entre un acuerdo de aumento del capital y un posterior acuerdo de disolución en ROJO, "El acuerdo de aumento", *cit.*, p. 2362; *vid.* también M. LUTTER, "Gescheiterte Kapitalerhöhungen", *Fs. W. Schilling*, Berlin-New York, 1973, p. 210 y ss., citando otros posibles supuestos de ineficacia del acuerdo de aumento por circunstancias independientes de la voluntad de la sociedad). Tomando como referencia únicamente la primera de las dos categorías de revocación (la revocación voluntaria), es preciso adelantar que si bien la posibilidad de revocación de un acuerdo de aumento aún pendiente de ejecución debe quedar al margen de toda discusión (a pesar de la opinión contraria de algunos autores en el caso de que los accionistas tengan reconocido el derecho de suscripción preferente en el aumento del capital, así, *vid.*, P. DE ALBUQUERQUE, *Direito de preferência dos sócios em aumentos de capital nas sociedades anónimas e por quotas*, Coimbra, 1993, p. 147 y ss.), esta misma admisibilidad es dudosa en el supuesto de que el acuerdo se encuentre en fase de ejecución o incluso esté ya ejecutado, habida cuenta de que en este caso la facultad revocatoria de la Junta general (o del órgano de administración si se trata de un aumento de capital autorizado) puede entrar en colisión con los derechos adquiridos o los intereses de los suscriptores, que son susceptibles de verse lesionados como consecuencia de la decisión revocatoria (*vid. infra* Capítulo 4º, III, 3.1).



concurrir para la obtención de un resultado jurídico común (la ampliación de la cifra del capital social), permite afirmar que la falta o la invalidez de alguno de los actos de ejecución puede tener como consecuencia el fracaso de la operación, entendido éste como la imposibilidad de que se produzca aquel resultado.

2. Estos vicios o defectos de los actos de ejecución pueden ser de carácter *cuantitativo* o de carácter *cualitativo*. Bajo la expresión *defectos de carácter cuantitativo* se comprenden todos aquellos casos en los que alguno de los actos que, según la clase de aumento de que se trate, es necesario para concluir la ejecución del acuerdo o bien no ha podido ser realizado en absoluto, o bien lo ha sido sólo en parte<sup>26</sup>. La existencia de defectos de carácter cuantitativo en la realización de los actos de ejecución significa, básicamente, que el acuerdo de aumento no ha podido ser ejecutado en toda su extensión o en todo su contenido, impidiendo la realización del resultado jurídico que constituye el objeto del mismo. A diferencia de éstos, los *defectos de carácter cualitativo* se refieren a la existencia de vicios que determinan la ineficacia de alguno los actos de ejecución ya realizados y que son lo suficientemente relevantes para invalidar la fase de ejecución del aumento. En este caso no se trata de que falte algún acto necesario para la ejecución del acuerdo, ni de que su realización no haya sido completa, sino del hecho de que alguno de los actos de ejecución ya efectuados queda posteriormente invalidado debido a la concurrencia de circunstancias que llevan legalmente aparejada la sanción de la ineficacia.

3. Así, una de las causas que pueden determinar la ineficacia directa de la fase de ejecución del aumento del capital son los posibles *defectos en la suscripción* de las acciones. Estos defectos serán de carácter cuantitativo en el

---

<sup>26</sup> Como ya hemos señalado (*vid. supra* Capítulo 1º, I, 1.), el contenido de la fase de ejecución del aumento del capital no es siempre el mismo, sino que depende de cuales hayan sido el procedimiento (emisión de nuevas acciones o elevación del valor nominal de las antiguas) y el contravalor elegidos para realizar la ampliación. Los ejemplos más claros de falta de íntegra realización de actos de ejecución —y únicos, según veremos, que se encuentran legalmente regulados— son la suscripción incompleta de las acciones emitidas con ocasión del aumento (art. 161 LSA) y el desembolso incompleto de la ampliación (art. 77 LSRL).

caso de que la suscripción de la cifra de aumento del capital que consta en el acuerdo haya sido incompleta o parcial. Partiendo de que la suscripción del aumento sólo puede obtenerse a través de la suscripción de todas y cada una de las nuevas acciones emitidas, y que esta suscripción requiere, la mayoría de las veces, un conjunto de declaraciones de voluntad provenientes de sujetos independientes entre sí, se estará ante un defecto de carácter cuantitativo, cuando, debido a la escasez de declaraciones de suscripción por parte de los socios o de los terceros a quienes la sociedad dirige la oferta, las acciones que integran la emisión no hayan sido suscritas en su totalidad, quedando *acciones sobrantes* una vez cerrado el plazo o los plazos fijados para la suscripción. La suscripción del aumento adolecerá, en cambio, de defectos de carácter cualitativo, cuando, a pesar de haber sido suscrito el total de las acciones emitidas, sin embargo, todas o algunas de estas declaraciones de voluntad en que la suscripción consiste se encuentran afectadas por algún vicio que impide que la suscripción pueda tenerse por eficaz. Sobre la base de la naturaleza negocial de la suscripción de acciones, quedan comprendidas aquí aquellas circunstancias que pueden determinar la nulidad, la anulabilidad o la rescisión de la suscripción<sup>27</sup>. Dado que la realidad y exactitud del aumento depende de la validez y eficacia de los concretos negocios de suscripción<sup>28</sup>, se hace preciso determinar en qué medida la declaración de ineficacia de uno o varios negocios de suscripción, ya sea esta declaración anterior o posterior a la inscripción del aumento, trasciende del acto jurídico viciado para afectar a la validez de la fase de ejecución.

---

<sup>27</sup> Dejando al margen los supuestos de ineficacia atípicos (*vid.* DE CASTRO, *El negocio jurídico*, cit., p. 529 y ss.), estos son, en efecto, los supuestos típicos de ineficacia que el Código civil reconoce (arts. 1290-1314). Con intención meramente ejemplificativa, nos limitamos en este momento a citar como supuestos de suscripciones potencialmente ineficaces aquellas con defecto de forma cuando ésta sea requerida *ad solemnitatem*, las suscripciones simuladas o ficticias, las suscripciones realizadas por personas incapaces, suscripciones en las que se constaten vicios del consentimiento (error esencial, dolo causante, intimidación o miedo grave), las efectuadas en fraude de terceros o aquellas realizadas con violación de normas societarias —legales o estatutarias— de carácter imperativo.

<sup>28</sup> RDGRN de 18 de marzo de 1991 (BOE de 22-5-91).

4. La ineficacia directa de la ejecución del aumento puede deberse también a *defectos en el desembolso*. En este caso no se trata de problemas derivados de la suscripción del aumento —que puede haber sido completa y válida—, sino de defectos en el desembolso del valor de las acciones ya suscritas. Como puede advertirse, la circunstancia que pone en riesgo la eficacia del aumento es claramente distinta: el vicio no se encuentra en el plano de la declaración de voluntad (la suscripción), sino en el plano de la ejecución de la obligación asumida con tal declaración (el desembolso o acto de aportación). El defecto será cuantitativo en los casos en que no se desembolse por completo la cantidad mínima inicial del valor nominal de las acciones emitidas que la sociedad haya exigido en las condiciones de emisión, ya sea el mínimo legal (arts. 12 y 152.3 LSA) o un importe superior. Naturalmente, esta circunstancia podrá ser simple consecuencia de la falta de la suscripción íntegra de la ampliación del capital: la falta de suscripción de un número de acciones impide el nacimiento de la obligación de aportar su valor. Pero también, y en lo que interesa ahora, la falta del completo desembolso de la ampliación —insistimos, en lo que respecta al desembolso inicial exigido en las condiciones de emisión— puede deberse a que alguno de los suscriptores no ha desembolsado el valor de las acciones previamente suscritas.

Los defectos o vicios en el desembolso del aumento serán de carácter cualitativo en aquellos casos en que que habiéndose efectuado aparentemente el desembolso en los términos previstos, este desembolso es, sin embargo, irregular. La irregularidad en el desembolso puede deberse a múltiples causas, que van desde los casos de simulación o de aportaciones ficticias hasta los supuestos de infravaloración, vicios ocultos en el bien aportado, posibles acciones revocatorias por parte de terceros que han visto defraudados sus legítimos intereses (v. gr.: un acreedor del aportante), o acciones reivindicatorias por terceros con mejor derecho. Si la irregularidad es de tal clase o magnitud que impide tener por realizada la aportación, esta situación supondrá, en definitiva, un atentado contra el principio de realidad e integridad del capital social que también

rige en materia de aumento<sup>29</sup>.

Desde la perspectiva de la eficacia de la fase de ejecución del aumento del capital, los posibles vicios o irregularidades del acto de desembolso plantean no pocos problemas, sobre todo si se tienen en cuenta la estrecha relación existente entre el acto de desembolso y el acto de suscripción. Conviene advertir, no obstante, que no toda irregularidad en el acto de aportación tiene como resultado que el "desembolso" haya de considerarse sin efecto. En algunos casos deberá determinarse si el vicio es subsanable debido a que la sociedad tiene reconocido el recurso a otros métodos alternativos de reintegración (v. gr.: art. 39 LSA). En caso de que no lo sea, habrá que determinar si la falta de desembolso provoca la ineficacia del concreto acto de suscripción del que aquél trae causa. Ésto último exige atender a la función que cumple el desembolso con relación al negocio de suscripción del que deriva, determinando si entre ambos actos de ejecución existe una relación de interdependencia tal que impide que se tenga por realizada la suscripción en el caso de que falte el desembolso mínimo inicial (en cuyo caso la suscripción podría asimilarse en gran medida a los contratos reales), o, si, por el contrario, estamos ante dos actos autónomos e independientes, en el sentido de que, si bien el negocio de suscripción es la causa de la atribución patrimonial en que el desembolso consiste, la falta de desembolso no impide la eficacia de la

---

<sup>29</sup> Según algunos autores (DANA-DÉMARET, *Le capital social*, Paris, 1989, p. 100-118) "decir que las aportaciones deben ser reales entraña dos corolarios. Por un lado, la aportación debe existir: esto es, debe cumplirse la regla de la efectividad. Por otro, debe ser estimada en su justo valor: es decir, debe atenderse a la regla de la sinceridad". Prescindiendo en este momento de toda consideración al problema de la valoración inexacta de la aportación social, la regla de la efectividad proscribía los casos de aportaciones ficticias, que tendrán lugar tanto si el objeto de la aportación no existe, como si, aún existiendo, el objeto no se corresponde con la realidad o está desviado de su función o finalidad normal (DANA-DÉMARET, *Le capital social*, cit., p. 102 y ss., con algunos ejemplos, no por completo compatibles, de aportaciones ficticias); en nuestra doctrina, otros casos de desembolsos simulados o fraudulentos pueden verse en GARRIGUES-Olivencia, *Comentario*, I, cit., p. 217-218; y, sobre todo, en relación con los diversos supuestos en los que la sociedad no puede obtener en absoluto, o no de la manera prevista, los bienes objeto de la aportación, vid. G. B. PORTALE, "Mancata attuazione del conferimento in natura e limiti del principio di effettività del capitale nella società per azioni", *Riv. Soc.*, 1998, p. 1 y ss.; E. RIMINI, *La mancata attuazione dei conferimenti in natura nelle società per azioni*, Milano, 1993, p. 33 y ss.

suscripción en sí (suscripción como “contrato” consensual)<sup>30</sup>.

5. En cuanto al tercer acto de ejecución típico —la adjudicación de las acciones—, también aquí pueden ocasionarse irregularidades, ya sea porque esta adjudicación falte en relación con todos o algunos de los suscriptores o porque se constaten errores en la adjudicación ya efectuada por los administradores. No obstante, dado que, a diferencia de lo que acontece con la suscripción y el desembolso, las irregularidades en la adjudicación no ponen en peligro la realidad y la integridad del aumento del capital, es dudoso que por sí solas puedan provocar la ineficacia de la fase de ejecución. El hecho de que no se haya efectuado la adjudicación de las acciones suscritas y desembolsadas significará, simplemente, que la fase de ejecución todavía no ha concluido. En atención a que la adjudicación de las acciones ya suscritas y desembolsadas es para la sociedad un acto “debido”, la demora injustificada dará derecho a los suscriptores a exigir que se practique dicha asignación, pero no invalidará los actos de ejecución previamente realizados. Algo parecido cabe afirmar en el caso de errores cometidos en la adjudicación. La existencia de dichos errores dará lugar, todo lo más, al ejercicio de un derecho de rectificación del interesado frente a la sociedad, y, en su caso, a una eventual acción de responsabilidad contra los administradores.

6. La *ineficacia directa* de la ejecución del aumento del capital tiene como consecuencia la imposibilidad de lograr el resultado jurídico perseguido con la adopción del acuerdo de aumento, de modo que, en realidad, aquella ineficacia conduce a la *ineficacia o fracaso del aumento en sí*. Ya hemos tenido ocasión de indicar que el simple acuerdo de aumento no es suficiente para producir la efectiva modificación de los estatutos elevando la cifra del capital social. Por ello, a pesar de la validez del acuerdo, el aumento de capital no se producirá si, posteriormente, acontece alguna circunstancia que determina la ineficacia del

---

<sup>30</sup> Para una primera aproximación en el planteamiento del problema, *vid.* ROJO, “El acuerdo de aumento”, *cit.*, p. 2382.

proceso de ejecución del mismo<sup>31</sup>.

### 3.1.2. Ineficacia total e ineficacia parcial

1. En cuanto a la *ineficacia total* y la *ineficacia parcial* de la ejecución del aumento, el problema que plantea la opción por una u otra consecuencia no es muy distinto del que, con carácter general, se plantea en el ámbito de la ineficacia del negocio jurídico. En este último ámbito es clásica la discusión acerca de si, pudiendo ser acotado el vicio o irregularidad invalidante a una parte del contenido del negocio o del contrato o a una parte de su clausulado, debe declararse ineficaz sólo esa "parte" conservando la eficacia del resto del negocio, o si, por el contrario, debe declararse la ineficacia del negocio en su totalidad. La misma dialéctica entre estas dos soluciones contrapuestas puede plantearse, en hipótesis, en relación con la ineficacia de la ejecución del aumento cuando esta

---

<sup>31</sup> Cuando la ineficacia de la fase de ejecución del acuerdo de aumento se debe exclusivamente a irregularidades en la realización de los diferentes actos de ejecución, es decir, cuando nos encontramos ante esta *ineficacia directa* de la ejecución, cabe preguntarse si dicha ineficacia es siempre y en todo caso extensible al acuerdo de aumento ejecutado. Antes hemos afirmado que la declaración de ineficacia del acuerdo lleva consigo inevitablemente la ineficacia de todos los actos de ejecución realizados (ineficacia indirecta de la ejecución), dado que el carácter necesario que tiene el acuerdo de aumento con respecto a la operación de aumento impide mantener eficaces los actos de suscripción, desembolso y adjudicación realizados en ejecución de un acuerdo de aumento que ha sido invalidado. Por el contrario, cuando estamos ante una ineficacia directa de la ejecución surge la duda sobre si dicha ineficacia debe recorrer el camino inverso e invalidar un acuerdo social que, en sí mismo, carece de defecto invalidante. Desde un punto de vista teórico no parece haber inconveniente en defender la subsistencia del acuerdo de aumento a pesar de haber fracasado la ejecución del mismo. A diferencia de la dependencia que la ejecución tiene en relación con el acuerdo, en sentido inverso, existencia y la validez del acuerdo no depende de su ejecución. Esta autonomía que presenta el acuerdo de aumento con respecto a la ejecución es lo que hace posible concebir la existencia y validez de un acuerdo social de aumento que todavía no ha sido ejecutado. Y esta misma razón es la que, quizá, haga posible seguir considerando válido el acuerdo a pesar de que su ejecución no ha podido ser consumada eficazmente. Sin embargo, ciertos problemas de orden práctico vienen a dificultar la defensa de la tesis de la subsistencia del acuerdo de aumento cuya ejecución ha fracasado. Salvo que se entienda que para poder iniciar un segundo intento de ejecución es preciso un acto de reafirmación de la voluntad por parte del órgano que en su día adoptó el acuerdo de aumento, en la medida en que se mantenga la validez de dicho acuerdo seguirá pesando sobre los administradores el deber de proceder de nuevo a su ejecución, deber que se mantendría hasta lograr con éxito la ejecución o hasta la revocación del acuerdo. Tratándose de un acuerdo adoptado por la Junta general, ante la sospecha de no poder concluir felizmente la ejecución del aumento, ni tan siquiera con un segundo o ulterior intento, o ante la pérdida del interés que en su momento motivó la adopción del acuerdo, los administradores deberían convocar de nuevo a la Junta a fin de, mediante un nuevo acuerdo, proceder a la revocación del precedente.

se debe a la invalidez o falta de realización de alguno de los actos de ejecución. Aunque, desde una perspectiva exclusivamente teórica o conceptual, cabe hablar de “suscripción” y de “desembolso” como actos unitarios (v. gr.: cuando se habla de la “suscripción del aumento del capital”, o se dice que “el aumento ha sido desembolsado”), desde un punto de vista material, tanto la suscripción como el desembolso del aumento se descomponen, por lo general, en un conjunto, más o menos numeroso, de actos individuales de suscripción y de desembolso efectuados por personas jurídicamente independientes entre sí. Esta multiplicidad de actos individuales que integran materialmente lo que se entiende por suscripción y desembolso del aumento permite que se dé el presupuesto principal para valorar la hipótesis de la ineficacia parcial de la fase de ejecución del aumento frente la solución de la ineficacia total: la posibilidad de aislar el “mal” en una de las partes de la operación. En efecto, tratándose de un vicio o irregularidad que afecta sólo a uno o a varios de estos actos de ejecución individualmente considerados, es preciso decidir si la ineficacia se extiende al resto de los actos “sanos” invalidando todo el contenido de la fase de ejecución, o si ésta se mantiene eficaz en lo que corresponda a los actos de ejecución realizados que no adolecen de defecto invalidante.

2. A la hora de valorar la opción entre la ineficacia total y la ineficacia parcial, hay que tener en cuenta que ésta última provoca un desajuste entre el aumento del capital tal y como fue acordado por el órgano social competente y el aumento del capital que es resultado de la fase de ejecución. Se produce, así, una discordancia entre la cifra de aumento del capital que estaba prevista en el acuerdo y la cifra del aumento de capital que efectivamente ha podido ser obtenida con la ejecución de ese acuerdo. Si lo que se pretende con la ejecución es llevar a buen fin el acuerdo en todos los términos que integran su contenido, haciendo realidad la voluntad de la sociedad de ampliar su capital en una determinada cuantía, la eficacia parcial de la ejecución del acuerdo como consecuencia de la invalidez o de la falta de íntegra realización de alguno de los actos que componen la ejecución, implica que la cifra de nuevo capital conseguida una vez concluida la ejecución será inferior a la cifra contenida en el

acuerdo de aumento. Siendo la cuantía del aumento un *elemento esencial* del acuerdo —ya se adopte tal acuerdo por la Junta General (aumento ordinario), o ya por los administradores en ejercicio de la delegación de facultades inherente al denominado "aumento autorizado" (art. 153.1 b) LSA)—<sup>32</sup> una ampliación del capital por una cifra menor a la prevista supone, en definitiva, un aumento distinto al proyectado<sup>33</sup>.

Este último dato es de suma importancia a la hora de decidir si la ineficacia debe extenderse o no a todo el contenido de la fase de ejecución. En la teoría general del negocio jurídico se ha subrayado que a pesar de la existencia de principios genéricos tales como el de conservación del negocio y el de economía jurídica —ambos favorables a la ineficacia meramente parcial—, el respeto a la autonomía privada impide, en principio, imponer un contenido negocial distinto al inicialmente establecido o querido por las partes en el momento de celebración del negocio. Trasladada esta idea al ámbito que nos ocupa, sería preciso valorar si la voluntad social expresada con la adopción del acuerdo de aumento subsiste también en relación con el aumento del capital eficaz sólo en parte según el resultado de la fase de ejecución, y que, insistimos, es un aumento distinto del que fue acordado. Pero, al lado del respeto a la voluntad social, es menester valorar que la operación de aumento del capital constituye un procedimiento jurídico en el que, al lado del interés de la propia sociedad, confluyen otros intereses de diversa procedencia. Por esta razón, incluso en los casos que exista una voluntad o un interés social en favor de mantener la eficacia parcial de la ejecución del aumento, habrá que determinar en qué medida esta solución no supone una alteración inadmisible de las bases sobre las que fueron ofertadas las acciones a los potenciales suscriptores y un perjuicio para los intereses de éstos.

---

<sup>32</sup> Sobre la consideración de la cuantía del aumento como contenido mínimo y esencial del acuerdo de aumento adoptado por la Junta General, no susceptible de la llamada "delegación para integrar" regulada en el artículo 153.1. a) de la Ley de Sociedades Anónimas, *vid. infra.*, Capítulo 3º, III, 2.3.

<sup>33</sup> CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", *cit.*, p. 730.



### 3.1.3. Ineficacia originaria e ineficacia sobrevenida

En cuanto a la distinción entre *ineficacia originaria* e *ineficacia sobrevenida*, el criterio diferenciador está relacionado con la causa misma de la ineficacia, es decir, con el tipo de vicio o defecto que la provoca. La ineficacia es originaria cuando el hecho que impide que la ejecución del aumento pueda tener plenos efectos es la falta de realización íntegra o completa de los actos de ejecución ya durante el plazo establecido para efectuar esa ejecución. Así, cuando, finalizado el plazo establecido para la suscripción y el desembolso del aumento, han quedado acciones sin suscribir, o no se ha desembolsado el total de la cantidad inicial exigida en las condiciones del aumento. La ineficacia originaria tiene su causa, pues, en los defectos o irregularidades de los actos de ejecución que en páginas anteriores hemos definido como defectos de carácter cuantitativo.

Por el contrario, la ineficacia es sobrevenida cuando, una vez concluida la fase de ejecución y habiéndose efectuado de manera completa todos los actos que la integran, se producen ciertas circunstancias que tienen como resultado la invalidez de alguno o algunos de esos actos de ejecución realizado. En este caso el aumento del capital ha sido íntegramente suscrito y desembolsado en la cantidad exigida por la sociedad en las condiciones del aumento dentro del plazo previsto para ello. Sin embargo, con posterioridad, se advierten determinadas irregularidades que provocan la ineficacia de alguno de los actos de suscripción o de desembolso efectuados. En relación con la suscripción, el vicio invalidante puede deberse, entre otras causas, a la falta de capacidad del suscriptor, o a un vicio del consentimiento. En relación con el desembolso, la ineficacia puede ser el resultado de la simulación en el acto de aportación o de la aportación de bienes ficticios, o de la obligación de la sociedad de restituir la aportación al aportante. La ineficacia sobrevenida se conecta, en consecuencia, bien con los defectos de carácter cualitativo de los actos de ejecución, o bien con la obligación de la sociedad de atender a legítimas pretensiones de restitución por motivos ligados a la dinámica de la propia operación de aumento (así, por falta de inscripción del

aumento en el Registro Mercantil -art. 162.3 LSA-)<sup>34</sup>.

### **3.2. El tratamiento legal de la ineficacia de la ejecución del aumento en el Derecho español. Breve examen comparativo de los supuestos regulados**

1. En el Derecho positivo de nuestro país es escaso el tratamiento legislativo de las causas que pueden determinar la ineficacia de la ejecución del aumento del capital social. De las posibles causas de ineficacia que, someramente, han sido enunciadas sólo tres aparecen reguladas en la legislación societaria española: dos de ellas de manera expresa —la suscripción incompleta y el desembolso incompleto del aumento— y una tercera de manera implícita —el supuesto peculiar de la falta de presentación de los documentos acreditativos de la ejecución del aumento en el Registro Mercantil dentro del plazo legal—.

2. En cuanto a los dos primeros supuestos —la suscripción incompleta y el desembolso incompleto—, es preciso mencionar el hecho de que cada uno de ellos encuentra regulación positiva en un cuerpo normativo diferente. Mientras que la *suscripción incompleta* aparece regulada exclusivamente con relación al aumento del capital de las sociedades anónimas (art. 161 LSA), el *desembolso incompleto* (rubricado en la norma reguladora bajo la expresión de "aumento incompleto") aparece regulado como una causa de ineficacia de la ejecución del aumento sólo en relación con la sociedad de responsabilidad limitada (art. 77 LSRL). De la descripción literal del supuesto regulado en cada una de estas normas se deduce que si respecto de la ejecución del aumento del capital de una

---

<sup>34</sup> La clasificación de la ineficacia de la ejecución en ineficacia total o parcial e ineficacia originaria o sobrevenida se debe a la elección de diferentes criterios de clasificación, pero no constituyen compartimentos estancos. Así, ante un determinado supuesto de ineficacia de la ejecución, habrá que decidir si esa ineficacia —sea originaria o sobrevenida, según la causa que la origina— debe ser una ineficacia total o una ineficacia sólo parcial (por ejemplo, si la ineficacia se debe a la falta de íntegra suscripción del aumento, será preciso decidir entre la ineficacia total o parcial de la ejecución. Y lo mismo ocurrirá si nos encontramos ante la posterior declaración de ineficacia de un acto de suscripción por falta de capacidad del suscriptor. Será preciso determinar si la ineficacia debe quedar restringida al concreto acto viciado o invalidar el total de la fase de ejecución).

sociedad anónima la Ley no contempla expresamente la posible ineficacia como consecuencia de problemas en el desembolso de las acciones nuevas emitidas, respecto de la sociedad limitada se silencia toda referencia expresa a la falta de la íntegra asunción como circunstancia desencadenante de la ineficacia del aumento.

A pesar de que la descripción normativa de cada uno de los supuestos de hecho señalados es diferente, éstos presentan entre no pocos puntos en común que determinan un acusado paralelismo en el aspecto material. Como seguidamente tendremos ocasión de explicar con más detalle, el supuesto de hecho que provoca la ineficacia del aumento del capital en la sociedad anónima y en la sociedad limitada es, respectivamente, la falta de íntegra suscripción y la falta del íntegro desembolso de la cifra del aumento acordada *dentro del plazo otorgado* para efectuar tal suscripción o tal desembolso. Los principios insoslayables de la íntegra suscripción del capital social en la sociedad anónima (art. 12 LSA) y del íntegro desembolso del mismo en la sociedad de responsabilidad limitada (art. 4 LSRL) determinan que la suscripción o el desembolso incompletos tengan como consecuencia principal la imposibilidad de realizar el aumento del capital por la cuantía señalada en el acuerdo, es decir, la imposibilidad de alcanzar el resultado jurídico pretendido con la adopción del acuerdo de aumento.

Teniendo en cuenta los tipos de ineficacia de la ejecución del aumento del capital que han sido señalados, la definición normativa de estos últimos supuestos de hecho indica, en primer lugar, que la circunstancia que impide que la ampliación del capital acordada pueda llevarse a efecto no consiste en un vicio invalidante del acuerdo mismo, sino en una irregularidad relativa a la realización de los actos de ejecución: a la suscripción, en un caso, al desembolso, en el otro. La ineficacia de la ejecución es, según ésto, una ineficacia *directa*. Pero además, la ineficacia de la ejecución es también en estos dos supuestos legalmente regulados una ineficacia de carácter *originario*, frente a los casos de ineficacia sobrevenida que anteriormente se han indicado, que tiene su causa en un vicio o

defecto de carácter *cuantitativo*. Aquí, la suscripción incompleta o el desembolso incompleto que determinan la ineficacia de la ejecución se debe al simple hecho de que, durante el plazo fijado por la sociedad para que tenga lugar la suscripción o el desembolso del aumento, o bien no se han realizado el número suficiente de suscripciones para absorber la totalidad de las nuevas acciones emitidas que representan la cuantía del aumento acordada, o bien no han tenido lugar desembolsos en cantidad suficiente para respaldar económicamente el total de dicha cuantía. En ambos casos la suscripción incompleta o el desembolso incompleto no son consecuencia, pues, de la invalidez *a posteriori* de determinados actos de suscripción y desembolso ya efectuados, sino de la simple circunstancia de que algunos de esos actos individuales de suscripción y desembolso ni siquiera han llegado a realizarse. Se trata pues de un aumento incompleto en origen y no de un aumento completo posteriormente devenido incompleto.

Pero al lado de los aspectos que hacen de estos supuestos dos fenómenos paralelos, la regulación que se hace de ellos en los dos cuerpos normativos citados presenta diferencias de no poca importancia, especialmente, en lo que se refiere a la solución arbitrada sobre el alcance de la ineficacia que dichos supuestos provocan. La diferencia de mayor relieve es, sin duda, la solución elegida en cada caso a fin de resolver la dialéctica entre la ineficacia total y la ineficacia sólo parcial de la ejecución del aumento. En los dos supuestos de hecho señalados la solución ante este problema se basa en una regla general y una excepción. En la norma sobre la suscripción incompleta (art. 161 LSA) la regla general resulta ser, claramente, la ineficacia total de la ejecución del aumento, mientras que la opción por la ineficacia parcial constituye simplemente la excepción. Según este precepto:

“Cuando el aumento del capital no se suscriba íntegramente dentro del plazo fijado para la suscripción, el capital se aumentará en la cuantía de las suscripciones efectuadas sólo si las condiciones de la emisión hubieran previsto expresamente esta posibilidad” (art. 161.1 LSA).

La relación entre la regla general y la excepción aparece radicalmente

invertida en la norma sobre el desembolso incompleto. En este caso, se opta por elevar la ineficacia parcial a regla general y hacer de la ineficacia total la excepción. Así:

“Cuando el aumento del capital social no se hubiera desembolsado íntegramente dentro del plazo fijado al efecto, el capital quedará aumentado en la cuantía desembolsada, salvo que en el acuerdo se hubiera previsto que el aumento quedara sin efecto en caso de desembolso incompleto” (art. 77 LSRL).

Esta diferencia en la regulación de los dos supuestos señalados no es la única que cabe apreciar. En el caso de que la suscripción incompleta o el desembolso incompleto tenga como consecuencia la ineficacia total (en el primer caso porque la sociedad no haya cumplido con el requisito exigido para poder exceptuar la regla general, en el segundo, porque así lo ha querido expresamente la sociedad al adoptar el acuerdo de aumento), también parece ser distinto el alcance de esta ineficacia sobre la *operación de aumento*. Decíamos en páginas anteriores que cuando la circunstancia que determina la carencia de efectos del aumento del capital se encuentra sólo en alguno de los actos de ejecución y no en el acuerdo de aumento, al menos en teoría, esa falta de efectos no tiene porqué alcanzar irremediabilmente a dicho acuerdo, que, por consiguiente sería susceptible de volver a ser ejecutado. Si observamos las dos normas citadas se aprecia que también respecto de esta cuestión la solución parece ser diferente. La norma sobre suscripción incompleta, de manera expresa, extiende la sanción de la ineficacia a todos los actos que integran la operación de aumento, incluido el propio acuerdo de aumento. La suscripción incompleta no sólo provoca la ineficacia de todos los actos de suscripción efectuados y, consecuentemente, la ineficacia de todos los actos de aportación realizados (con el consiguiente deber de la sociedad de devolver dichas aportaciones realizadas), sino que, además, deja sin efecto al acuerdo de aumento (art. 161.2 LSA). Esto último —si no nos equivocamos en la apreciación— no parece estar tan claro en la norma sobre el desembolso incompleto. En ésta la falta de íntegro desembolso no parece implicar más que la falta de eficacia de los actos de ejecución realizados y la consiguiente falta de efectos del aumento del capital como resultado jurídico

pretendido, pero la norma, al menos expresamente, no retrotrae la ineficacia hasta alcanzar al acuerdo de aumento (*cfr.* art. 77 LSRL).

3. En cuanto al tercer supuesto susceptible de determinar la ineficacia de la ejecución del aumento —el supuesto peculiar de la falta de presentación en plazo de los documentos acreditativos de la ejecución en el Registro Mercantil—, el reconocimiento legal se encuentra tanto con relación a la sociedad anónima (art. 162, ap. 3º, 4º y 5º LSA), como en el ámbito de la sociedad de responsabilidad limitada (art. 78.3 LSRL).

Este tercer supuesto de ineficacia deriva del derecho que la ley reconoce a los suscriptores/aportantes para exigir la restitución de las aportaciones realizadas y solicitar la resolución de la obligación de aportar cuando, transcurridos seis meses desde que se abrió el plazo para suscribir/asumir el aumento (o un año desde el cierre del período de suscripción en el caso contemplado por el artículo 162.4º LSA), no se hubieran presentado para su inscripción los documentos acreditativos de la ejecución del aumento en el Registro Mercantil. No es difícil advertir que el ejercicio de este derecho de restitución y de resolución tiene un resultado muy similar al del desembolso incompleto y, bajo el entendimiento de que la restitución supone, a su vez, la resolución del negocio de suscripción, también al de la suscripción incompleta. En todos estos casos el efecto común que se produce es, a la postre, la falta de completa cobertura patrimonial de la cifra del aumento del capital que consta en el acuerdo de aumento.

La peculiaridad de este tercer supuesto frente a los otros dos reside en varios aspectos, entre los que merecen ser destacados los siguientes:

a) Por un lado, lo que determina aquí la posible ineficacia del aumento es la falta de realización de una actuación que queda fuera de lo que es en sí misma la operación de aumento del capital: la presentación de los documentos que acreditan la ejecución del aumento para su inscripción en el Registro Mercantil.

Es decir, no se trata en este caso de un vicio relativo al acuerdo de aumento ni de la falta de realización o de un defecto en alguno de los actos de ejecución, sino de la falta de realización de un acto externo a esta operación, que, sin embargo, puede llegar a invalidar un aumento del capital correcta y totalmente ejecutado. Ello hace, además, que la posible ineficacia del aumento que del mismo se deriva sea una ineficacia sobrevenida, frente al carácter originario de la ineficacia en los otros dos supuestos regulados. Insistimos en que se trata de un aumento que ha podido ser completa y correctamente ejecutado, pero que, con posterioridad, resulta ineficaz por la obligación de restituir las aportaciones realizadas.

b) Por otro lado, a diferencia de los casos de suscripción incompleta y desembolso incompleto, en los que la consecuencia de la ineficacia del aumento —total o parcial— tiene lugar de manera automática, en el supuesto que ahora se comenta la ineficacia no parece producirse de manera inmediata y automática una vez transcurrido el plazo legal sin que los documentos de la ejecución del aumento se hayan depositado en el Registro Mercantil. Los términos en que se pronuncia la Ley, tanto para el caso de la sociedad anónima, como en el ámbito de la sociedad limitada parecen indicar que la posible ineficacia de la ejecución depende de que los suscriptores/aportantes ejerciten efectivamente el derecho que legalmente les asiste y exijan la restitución de las aportaciones realizadas.

Pero, además, la regulación de este tercer supuesto plantea dudas sobre el alcance de la posible ineficacia que, sin embargo, las normas sobre suscripción incompleta y sobre el desembolso incompleto resuelven expresamente. En estos dos últimos supuestos la Ley establece expresamente la sanción de la ineficacia del aumento, determinando el juego entre la ineficacia total o la ineficacia parcial. En cambio, en relación con la falta de presentación en plazo en el Registro Mercantil de los documentos acreditativos de la ejecución, la Ley se limita a reconocer el derecho de los suscriptores/aportantes a solicitar la restitución de las aportaciones realizadas, sin referirse de manera expresa a la ineficacia de la ejecución del aumento como consecuencia del ejercicio de aquél derecho. En particular, partiendo de que el derecho de restitución es ejercitable

individualmente, nada se dice sobre si, en el caso de que sólo ejerciten este derecho algunos de ellos, la consecuencia es la ineficacia total de la ejecución del aumento (con la consiguiente obligación de la sociedad de restituir las aportaciones también a los demás suscriptores/aportantes: *cfr.* art. 161.2 LSA y art. 77 LSRL) o la ineficacia sólo parcial, en cuyo caso el aumento quedaría eficaz en la parte suscrita/desembolsada por aquéllos que no ejercitaron su derecho con la consecuente posibilidad practicar la inscripción una vez adaptada la cifra del aumento en función de las restituciones efectivamente realizadas. En fin, las normas que regulan este tercer supuesto de ineficacia tampoco determinan si la restitución de las aportaciones lleva consigo la ineficacia del acuerdo de aumento o si éste se mantiene eficaz y, por tanto, susceptible de volver a ser ejecutado.



## **II. LA SUSCRIPCIÓN INCOMPLETA DEL AUMENTO DEL CAPITAL SOCIAL COMO PROBLEMA**

Entre los supuestos susceptibles de invalidar total o parcialmente la ejecución de una operación de aumento del capital social que se encuentran dotados de una disciplina legal específica, el relativo a la suscripción incompleta del aumento regulado en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas merece una particular atención, hasta el punto de poder afirmar que constituye el supuesto de referencia, tanto para resolver o explicar ciertas cuestiones que se plantean en relación con los otros dos fenómenos regulados, como a la hora de dar solución a ciertas situaciones que pueden tener lugar en la fase de ejecución del acuerdo de aumento y para las que no se dispone de normativa legal. La razón que sustenta tal afirmación es doble: por un lado, porque, junto con el desembolso incompleto contemplado en el artículo 77 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada, constituye el único supuesto regulado al que la Ley otorga expresamente unas consecuencias jurídicas precisas, de modo que se hace necesario averiguar en qué medida dichas consecuencias deben ser de aplicación a otros supuestos más o menos cercanos y no regulados, o a supuestos mencionados en la Ley pero para los que ésta silencia la cuestión relativa a los efectos jurídicos que el acaecimiento de tal supuesto ha de tener sobre la operación de aumento; por otro lado, porque de entre las posibles causas de ineficacia de la ejecución del aumento reguladas, la relativa a la suscripción incompleta constituye la primera que recibió tal regulación legal específica. En rigor, como inmediatamente se verá, el fenómeno de la suscripción incompleta del aumento del capital fue regulado por primera vez en el Derecho español con la puesta en vigor del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas de 22 de diciembre de 1989, que, en este punto, incorporó la solución que ya se encontraba presente en el marco del Derecho comunitario (artículo 28 de la Segunda Directiva C.E.E. en materia de sociedades). El artículo 161 de este texto legal sería, en consecuencia, el precepto que más tarde —en el contexto de la elaboración de la vigente Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada de 23 de marzo de 1995— serviría de modelo para regular el fenómeno paralelo del

desembolso incompleto hoy presente en el artículo 77.

## 1. Identificación del supuesto de hecho de la suscripción incompleta

1. Cuando el aumento del capital se efectúa mediante la emisión de nuevas acciones, uno de los principales riesgos de la ejecución del acuerdo de aumento es que las acciones emitidas no sean suscritas en su totalidad. En el Derecho español de sociedades anónimas tiene lugar la llamada *suscripción incompleta* del aumento del capital social cuando, transcurrido el plazo de suscripción establecido por la sociedad emisora, quedan todavía acciones sin suscribir (art. 161.1 LSA)<sup>35</sup>.

2. La suscripción incompleta de la emisión puede ser consecuencia, en primer lugar, de la falta de ejercicio de los derechos de suscripción preferente por parte de alguno o algunos de sus titulares —accionistas y titulares de obligaciones convertibles (art.158.1 LSA)— o, eventualmente, de los cesionarios de estos derechos. La falta de ejercicio completo de los derechos de suscripción no tiene por qué ligarse necesariamente a circunstancias dependientes de la voluntad de los titulares o a la escasez de medios económicos para hacer frente a la nueva inversión que implica la suscripción. En ocasiones, como es sabido, se deberá a la simple circunstancia de que la relación de cambio entre viejas y nuevas acciones ha sido configurada de tal manera que no permite a algunos accionistas suscribir un número entero de nuevas acciones, en cuyo caso se dará el conocido fenómeno de las fracciones, restos, residuos, picos o *rompus*. La existencia de estas fracciones o picos no es un fenómeno infrecuente, debido a las dificultades que se presentan en muchas operaciones de aumento de capital

---

<sup>35</sup> El plazo dentro del cual debe tener lugar la suscripción no se identifica necesariamente sólo con el plazo otorgado para el ejercicio del derecho de suscripción preferente por parte de los antiguos accionistas, sino con el "plazo general para la suscripción del aumento". Éste puede llegar a comprender el plazo establecido para el ejercicio de aquel derecho de preferencia y otro u otros plazos dirigidos a la suscripción por parte de otras personas (*vid.* L.A. VELASCO SAN PEDRO, "El derecho de suscripción preferente", en A. Alonso Ureba y otros (dir.), *Derecho de sociedades anónimas*, III, vol. 1º, Madrid, 1994, p. 590; DE LA CÁMARA, *El capital social en la sociedad anónima, su aumento y disminución*, Madrid, 1996, p. 294 y p. 305.

para encontrar una fórmula de ajuste perfecto entre el número de antiguas acciones, el número de acciones de nueva emisión y el derecho proporcional del socio, sobre todo en los casos en los que la sociedad se compone de accionariado disperso. Ciertamente, en la medida en que se respeten las necesidades o el interés de la sociedad, una conducta conforme a la buena fe determinará la fijación de una relación de cambio lo más favorable posible a todos los accionistas, bien permitiendo la suscripción automática de un número entero de nuevas acciones, o bien cuando se pueda llegar a éste a través de compra o venta de otras fracciones o del ejercicio agrupado de los derechos<sup>36</sup>. De otro modo, la existencia de estos restos puede ser indicio de una estrategia de los administradores o del grupo de control para excluir o limitar *de facto* el derecho de suscripción y beneficiarse de los excedentes<sup>37</sup>. Pero aún así, no son pocas las ocasiones en las que, sin vulnerar las exigencias de la buena fe, la relación de cambio comporta inexcusablemente la existencia de estas fracciones que, a su vez, pueden dar lugar a que queden acciones sin suscribir. Esto último será menos frecuente si la sociedad es cotizada, debido a que las fracciones pueden negociarse libremente dentro de un mercado organizado. En otro caso, será más fácil que finalmente queden excedentes, ya que el agrupamiento puede resultar complicado o faltar de interés para los accionistas<sup>38</sup>.

---

<sup>36</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, p. 199-201.

<sup>37</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, p. 201-202, considerando impugnabile tal supuesto.

<sup>38</sup> En el marco del Derecho comparado se han propuesto diversas soluciones para estos casos. Así, se afirma que la Junta general que acuerda el aumento puede autorizar a los administradores para que adquieran en nombre de la sociedad las acciones sobrantes para su amortización, o bien disponer que las acciones correspondientes a las fracciones no ejercitadas sean vendidas globalmente y que el producto de la venta sea abonada a los titulares de los derechos (*vid.* MESTRE/BLANCHARD-SÉBASTIEN, *Lamy Sociétés Commerciales*, cit., nº 3621). Por su parte, el Código de Sociedades Comerciales portugués prevé específicamente una solución para estos casos, distinguiendo en función de que se trate de una sociedad limitada (art. 266.3 *Cod. Soc. Com.*) o de una sociedad anónima (art. 458.3 *Cod. Soc. Com.*). En relación con las sociedades anónimas, el citado precepto establece, en primer término, la caducidad de los derechos que no han sido ejercitados al no permitir la adquisición de un número entero de nuevas acciones. A continuación, el precepto ordena a la sociedad que realice un último intento para que estas acciones sobrantes sean suscritas por los antiguos accionistas: las acciones no suscritas por aquel motivo deberán ser sorteadas una sola vez para su suscripción entre todos los accionistas. La doctrina de este país ha destacado en relación con esta norma que lo sorteado no son las

3. Pero el supuesto de hecho de la suscripción incompleta no sólo queda ligado a la falta de ejercicio íntegro del derecho de preferencia durante el plazo de suscripción. De hecho, esta circunstancia —que da lugar a la caducidad del derecho de suscripción preferente y libera a la sociedad de la obligación de aceptar solicitudes de suscripción fuera de plazo<sup>39</sup>—, sólo constituye un supuesto de suscripción incompleta cuando no se haya previsto la apertura de ulteriores períodos de suscripción sucesivos al de preferencia. La suscripción incompleta del aumento puede deberse también a la falta de suscripción por terceros del total de las acciones emitidas, ya se identifiquen estos terceros con el público en general (como cuando la sociedad instrumenta el ofrecimiento de la emisión a través de una oferta pública de suscripción), o con personas o entidades concretas y determinadas de antemano que actúan como destinatarios forzosos de las nuevas acciones. Lógicamente, y fuera de los casos en que el derecho de preferencia no existe (art. 159.2 LSA)<sup>40</sup>, el régimen legal del derecho de

---

acciones en sí, sino el derecho a suscribir estas acciones, lo que evidentemente no soluciona el problema cuando alguno o alguno de los accionistas elegidos por sorteo no quiere suscribir. En este caso, las acciones —no ya los derechos— podrían ser ofrecidas a terceros o a cualquier accionista, debiendo aplicarse la norma sobre suscripción incompleta (art. 457 *Cod. Soc. Com.*) si tras este último intento todavía quedaran acciones sin suscribir (R. VENTURA, *Alterações do contrato de sociedade*, en *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, 2ª ed., Coimbra, 1996, p. 200 y ss.).

En cualquier caso, si la relación de cambio establecida no es exacta para todos los accionistas, a riesgo de que toda la operación resulte ineficaz por existir acciones sobrantes, es aconsejable la sociedad prevea la eficacia del aumento en relación a los títulos efectivamente suscritos (*vid.* art. 161.1 LSA).

<sup>39</sup> *Vid. infra.*, Capítulo 2º, II, 2.5.

<sup>40</sup> Al lado de los supuestos establecidos en el art. 159.2 LSA, el artículo 10.6 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, regulador de las ofertas públicas de adquisición del acciones (OPAs), excluye el derecho de suscripción preferente de los antiguos accionistas y titulares de obligaciones convertibles en la emisión de las nuevas acciones que la Junta general de la sociedad oferente deba acordar para permitir el canje de títulos de los accionistas de la sociedad destinataria de la OPA (OPA cuya contraprestación consiste en títulos a emitir). No obstante, es dudosa la habilitación del Real Decreto —en cuanto norma de menor rango legal que la LSA— para establecer este nuevo supuesto de exclusión *ex lege* del derecho de suscripción preferente (así, A. ROJO, "Las ofertas públicas de de adquisición de valores en el Derecho español", *BBTC*, 1994-1, p. 46; decididamente en contra de la licitud de la exclusión por vía reglamentaria del derecho de suscripción preferente, D. VÁZQUEZ ALBERT, "El derecho de suscripción preferente a la luz de la experiencia estadounidense", *RDM*, nº 209, 1993, p. 937; *id.*, *La exclusión del derecho de suscripción preferente*, Madrid, 2000, p. 174 y ss.; C. ALONSO LEDESMA, *La exclusión del*

suscripción preferente de los accionistas sólo permite la intervención de terceros en la suscripción del aumento cuando el derecho de suscripción preferente haya sido excluido, en todo o en parte (art. 159.1 LSA), o cuando la operación de ampliación del capital se haya configurado como un aumento escalonado o con subdivisión en varios períodos de suscripción sucesivos. En este último caso, la operación de aumento del capital queda estructurada en varias fases que pueden estar, a su vez, articuladas entre sí de diferentes maneras<sup>41</sup>. Dentro de este marco, y en previsión de que la emisión no sea cubierta en su totalidad en el plazo ordinario de suscripción (primera "vuelta"), la sociedad podrá haber establecido la posibilidad de apertura de uno o más plazos subsiguientes para la suscripción de las acciones sobrantes (segunda o sucesivas "vueltas"), limitados o no a la participación de aquellos que suscribieron en el primero<sup>42</sup>.

---

*derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas*, Madrid, 1995, p. 105 y ss.). Por otro lado, entre la doctrina actual existen opiniones a favor de incluir los aumentos por compensación de créditos y con cargo a aportaciones no dinerarias entre los aumentos del capital sustraídos al ámbito de aplicación del derecho de suscripción preferente, que, de esta manera, quedaría circunscrito exclusivamente a los aumentos con aportaciones dinerarias (vid. principalmente, A. SÁNCHEZ ANDRÉS, *La acción y los derechos del accionista*, en R. Uría/a. Menéndez/M. Olivencia, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV, vol. 1º, Madrid, 1994, p. 214 y ss.). No obstante, la decisión final en favor de no admitir estas dos últimas clases de aumento entre los supuestos de exclusión legal del derecho de suscripción preferente —al contrario de lo inicialmente previsto en el Anteproyecto de Ley de reforma parcial y de adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la C.E.E. en materia de sociedades de 1987 y en el Proyecto del Gobierno de 1988— fue bien recibida por la generalidad de la doctrina (entre otros, vid. ALONSO LEDESMA, *La exclusión del derecho de suscripción preferente*, cit., p. 112 y ss.; VELASCO SAN PEDRO, "El Derecho de suscripción preferente", cit., p. 550; J. ALFARO, *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica*, Madrid, 1995, p. 129).

<sup>41</sup> Es frecuente que las grandes operaciones de ampliación del capital se diseñen en varios tramos (dos o más), el primero de ellos reservado a los antiguos socios y el segundo y, en su caso, los sucesivos dirigidos a la suscripción por determinadas personas, por inversores institucionales y/o por el público en general. De esta manera, la sociedad puede comunicar al mercado que no está tratando de atribuir el control de la sociedad a un tercero a costa de los derechos de los accionistas, así como asegurarse la cobertura de la emisión cuando prevea que, de realizarse en un sólo tramo con derecho de suscripción preferente, la emisión sólo se cubriría parcialmente (ALFARO, *Interés social y derecho de suscripción preferente*, cit. p. 107). De este fraccionamiento del período de suscripción del aumento nos ocuparemos más adelante.

<sup>42</sup> No existe en el Derecho español de sociedades anónimas una norma que fije el destino de los excedentes que hayan quedado tras la clausura del plazo de suscripción establecido. Ni se obliga a reconocer a los suscriptores un derecho de acrecer sobre las acciones sobrantes en proporción a las suscritas en la primera "vuelta", ni se obliga tampoco a ofrecer esas acciones a terceros. De ahí que ante el silencio legal, queden a la voluntad de la sociedad, tanto la apertura de una segunda o sucesiva "vuelta", como la conveniencia, ya de reservar la participación en esta

segunda o sucesivas "vueltas" a los socios o cesionarios del derecho de suscripción preferente que suscribieron acciones en el primer período, ya de abrir la suscripción a terceros (es opinión unánime, *vid.*, DE LA CÁMARA, *El capital social*, *cit.*, p. 294 y p. 305). En cualquier caso, algunos autores estiman que el reconocimiento de derechos de suscripción en relación con las acciones sobrantes tras una primera "vuelta", al igual que la posible articulación del período general de suscripción en diferentes *tranches*, deberá estar prevista en las condiciones del acuerdo de aumento (entre otros, CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", *cit.*, p. 767; VELASCO SAN PEDRO, "El Derecho de suscripción preferente", *cit.*, p. 590 y p. 593; no obstante, DE LA CÁMARA, *El capital social*, *cit.*, p. 305, considera que no es imposible que a falta de indicación en el acuerdo de aumento, la Junta se reúna de nuevo antes de concluir el período de suscripción para decidir sobre el ofrecimiento de las posibles acciones sobrantes).

Por el contrario, en otros sistemas legislativos cercanos sí ha existido una preocupación por dar solución legal al problema de las acciones no suscritas tras la finalización del plazo de suscripción establecido, si bien limitado el supuesto contemplado en la Ley a la fijación del destino de las acciones sobrantes tras el período otorgado para el ejercicio del derecho de suscripción preferente. En este sentido, el Derecho italiano (art. 2441.III del *Codice Civile*, en la actual redacción introducida por el art. 131 de la Ley de 7 de junio de 1974) contempla con carácter inderogable un derecho de prelación en la adquisición de las acciones y obligaciones convertibles no suscritas en favor de aquellos socios que ejercitaron su derecho de suscripción preferente y que así lo solicitaron en el momento de dicho ejercicio. Tratándose de acciones que cotizan en Bolsa, el mismo precepto obliga a los administradores a ofertar en la Bolsa los derechos de suscripción no ejercitados durante al menos cinco jornadas dentro del mes sucesivo a la finalización del plazo ordinario de suscripción. La *ratio* de esta normativa, que tiene como efecto la limitación de la libertad de decisión de la sociedad en este terreno, parece encontrarse en tres órdenes distintos de ideas: en primer lugar, en el intento de beneficiar a los socios que ejercitaron sus derechos de suscripción permitiéndoles incrementar la proporción de su participación en la sociedad; en segundo lugar, en permitir que la sociedad obtenga ventaja del valor de los derechos de suscripción no ejercitados; y, en fin y sobre todo, en el deseo de limitar los poderes de los administradores en la colocación de las acciones sobrantes con la pretensión de evitar abusos perjudiciales para los antiguos socios o un atentado al principio de paridad de trato entre ellos (así *vid.*, entre otros, G. C. RIVOLTA, "Profili de la nuova disciplina del diritto d'opzione", *Riv. Dir. Civ.*, 1975, I, p. 521 y ss.; L. SORDELLI, "Opzione, prelazione e criteri di ripartizione per nuove azioni rimaste inoptrate", *Giur. Comm.*, 1977, I, p. 399 y ss.; R. WEIGMANN, "La prelazione sui titoli inoptrati", *Giur. Comm.*, 1982, p. 609 y ss.; no obstante, respecto del último de los fundamentos, *vid.* la opinión contraria de G. MUCCIARELLI, "La prelazione nell'art. 2441, terzo comma, del codice civile", *Riv. Soc.*, 1992, p. 45 y ss.).

En cuanto al sistema francés, el artículo 184 de la antigua Ley de Sociedades Comerciales 24 de julio de 1966 establecía, antes de su reforma por la Ley de 3 de enero de 1983, el reconocimiento de un derecho de suscripción a *título reductible* sobre las acciones sobrantes una vez cerrado el plazo para el ejercicio del derecho de suscripción preferente (suscripción a *título irreductible*). Este derecho de suscripción a título reductible sobre las acciones que aún quedaran disponibles, era atribuido a los accionistas que al ejercitar su derecho de suscripción a título irreductible hubieran solicitado un número mayor de acciones que el que les permite su derecho de suscripción preferente (sobre el fundamento normativo de esta institución en el Derecho francés, *vid.* A. COURET, "Le droit de souscription a titre réductible", *Les Petites Affiches*, 1979, nº 66, p. 11 y ss.). Si a pesar de todo aún quedaban acciones no suscritas, el Consejo de Administración o el Comité Directivo podían colocar dichas acciones entre el público, salvo que la asamblea extraordinaria no hubiera decidido otra cosa. Tras la reforma de 1983, el derecho de suscripción a título reductible sólo podrá ejercitarse cuando expresamente esté previsto por la asamblea general extraordinaria que ha acordado el aumento (*vid.* art. L. 225-133 del vigente *Code de Commerce*). La supresión del carácter imperativo del derecho de suscripción a título reductible parece deberse al deseo del legislador de desarrollar el mercado accionarial y agilizar el proceso de las ampliaciones de capital, que el ejercicio del mencionado derecho complicaba y alargaba en exceso a la vez que sólo procuraba a la sociedad un tanto por ciento mínimo del capital solicitado (*vid.*

4. La existencia de acciones no suscritas al cierre del plazo o los plazos de suscripción previamente establecidos puede no ser suficiente todavía a fin de dar lugar al supuesto de hecho de la suscripción incompleta. Bien es verdad que la Ley de Sociedades Anónimas parece definir la suscripción incompleta sobre la sola base de que existan acciones no suscritas una vez concluido el plazo de suscripción. Pero no hay que olvidar que, en general, se ha venido reconociendo la competencia de los administradores de la sociedad para intentar la colocación de las acciones que no han conseguido ser suscritas en el curso de tal período<sup>43</sup>. Por esta razón, en rigor, la suscripción incompleta sólo tendrá lugar cuando agotado el plazo general previsto para la suscripción del aumento —ya coincida este plazo exclusivamente con el plazo para el ejercicio del derecho de suscripción preferente, ya con el plazo para la suscripción por terceros, o bien con una sucesión de subperíodos de suscripción con distintos destinatarios—, los administradores no hayan conseguido colocar por completo las acciones sobrantes<sup>44</sup> o no se encuentren facultados para llevar a cabo dicha colocación<sup>45</sup>.

---

DANA-DÉMARET, *Le capital social*, cit., p. 167 y ss.). En fin, aún en el ámbito europeo, un sistema parecido a los anteriores es también el que recoge el Código de Sociedades Comerciales portugués, que otorga con carácter inderogable a los socios el derecho a solicitar, en el momento de ejercitar el derecho de suscripción preferente, un número de acciones superior al que tienen derecho según la aplicación de la regla de la proporcionalidad, de manera que los excedentes que, en su caso, hubiera tras la atribución proporcional serán repartidos a prorrata entre los socios que realizaron aquella solicitud (art. 458.2 *Cod. Soc. Com.*; sobre las diferencias de este sistema con los otros dos citados, vid., VENTURA, *Alterações do contrato de sociedade*, cit., p. 198-199; también, DE ALBURQUERQUE, *Direito de preferência dos sócios*, cit., p. 263 y ss.

<sup>43</sup> Aunque el tema de las facultades de los administradores para la colocación de las acciones sobrantes será objeto de atención más adelante (vid. *infra*. Capítulo 2º, II, 2.4.), conviene adelantar que la doctrina española actual considera legitimados a los administradores para buscar, dentro y fuera de la sociedad, suscriptores para aquellas acciones sobrantes, si bien con la búsqueda de técnicas que permitan reducir el riesgo de actuaciones abusivas o, en general, perjudiciales para los derechos de los socios (entre la doctrina anterior a la Ley de Sociedades Anónimas vigente ya se manifestó en favor de la libertad de adjudicación de las acciones sobrantes, SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción preferente*, cit., p. 214 y ss; conforme a la Ley vigente, VELASCO SAN PEDRO, "El derecho de suscripción preferente", cit., p. 592; en sentido algo diverso, DE LA CÁMARA, *El capital social*, cit., p. 294 y p. 305, quien parece subordinar la competencia de los administradores para la adjudicación u ofrecimiento de las acciones no suscritas por los socios al hecho de que exista una previsión estatutaria al respecto o una previa delegación expresa de la Junta general.

<sup>44</sup> En muchas ocasiones puede ser difícil la colocación de las acciones no suscritas por los propios socios en ejercicio de su derecho de suscripción preferente, tanto si la búsqueda de

## 2. Los efectos de la falta de la íntegra suscripción

1. Con independencia del hecho de que lleve consigo o no la ineficacia total de la operación de aumento del capital, incompleta cobertura de la emisión constituye un riesgo para el éxito de la operación jurídico-financiera de ampliación del capital, que, en la generalidad de los casos, tendrá consecuencias perturbadoras, de mayor o menor gravedad, tanto para la sociedad emisora, como para los suscriptores de las nuevas acciones. Ya hemos indicado que muchas veces la suscripción incompleta del aumento es simplemente la consecuencia de la existencia de restos o *rompus* ante la imposibilidad de un exacto ajuste de la relación de cambio entre las antiguas y las nuevas acciones

---

suscriptores se efectúa por los administradores entre círculos determinados, como si el intento de colocación se efectúa, como inmediatamente veremos, a través de la apertura de un nuevo plazo de suscripción. Según se ha indicado acertadamente tomando como referencia el contexto norteamericano, el hecho de que parte de los antiguos accionistas —que se supone que cuentan con una mayor información— decidan no acudir a la ampliación puede indicar al mercado que las nuevas acciones están sobrevaloradas y que la emisión no tiene buena calidad (ALFARO, *Interés social y derecho de suscripción preferente*, cit., p. 96 y ss.), por lo que en estas circunstancias, y salvo que la suscripción de las posibles acciones sobrantes estuviera pactada de antemano con algún inversor interesado, puede fracasar la colocación.

<sup>45</sup> Vid. la RDGRN de 11 de octubre de 1993 (BOE de 11-XI-1993) y la RDGRN de 27 de enero de 1999 (BOE de 12-3-99); entre la doctrina, decididamente, SACRISTÁN REPRESA, "El aumento del capital", cit., p. 286; también DE LA CÁMARA, *El capital social*, cit., p. 267 y p.305, quien se manifiesta en favor de una interpretación flexible del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas en este sentido.

Por otra parte, a pesar de que el artículo 74 LSA prohíbe a la sociedad la suscripción de sus propias acciones, la vulneración de esta prohibición no está sancionada en nuestro Derecho con la nulidad, sino que —tratándose de acciones emitidas en el marco de un aumento del capital— genera simplemente la obligación solidaria a cargo de los administradores de desembolsar la acciones suscritas por la sociedad, acciones que, sin embargo, quedarán en propiedad de ésta. Por esta razón, la delimitación del supuesto de hecho de la suscripción incompleta tal y como aparece configurado en la vigente legislación española de sociedades anónimas, debe tener en cuenta la hipótesis de que la propia sociedad haya suscrito los títulos sobrantes, aunque en la práctica esta hipótesis sea poco probable en atención a lo riguroso de la sanción legal para los administradores. De ser así, esta circunstancia impediría que se tuviera por acaecido el supuesto de hecho que provoca la aplicación de la norma sobre suscripción incompleta, pudiendo ser inscrito el aumento por la cifra íntegra acordada a pesar de estar en parte suscrita por la propia sociedad (vid., C. PAZ-ARES, "Negocios sobre las propias acciones", VV.AA., *La reforma del Derecho español de las Sociedades de capital*, Madrid, 1987, p. 573, quien se manifiesta en el sentido de que no puede denegarse la inscripción de un aumento del capital en el que hayan mediado negocios de autosuscripción; con dudas al respecto, vid., sin embargo, J. C. VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico de la autocartera*, Madrid, 1995, p. 286, nota 47).



en la configuración del derecho de suscripción preferente, y que, en otras, la falta de cobertura de la ampliación puede llegar a ser, incluso, una circunstancia deseada por la mayoría que acuerda el aumento o por los administradores que representan al grupo de poder, que buscan acrecer la cuota de participación o aprovecharse de los excedentes no suscritos<sup>48</sup>. Pero, dejando de lado estos casos, el hecho de que no haya sido suscrita la totalidad de la cifra de nuevo capital por la que se acordó el aumento es, por lo general, el resultado de la falta de respuesta de los accionistas o del mercado en general a la emisión de nuevos títulos. Esta falta de respuesta a la oferta realizada por la sociedad emisora defraudará, por un lado, las expectativas que ambas partes —sociedad y

---

<sup>48</sup> Con razón se ha destacado que en las sociedades cerradas los aumentos de capital se han convertido en un típico instrumento utilizado por la mayoría para *ningunear* a la minoría, apropiarse de las reservas y trasvasar recursos desde la minoría a la mayoría aprovechando la falta de liquidez de los minoritarios o su menor información sobre la marcha de la empresa (así, ALFARO, *Interés social y derecho de suscripción preferente*, cit., p. 48). A través de estas maniobras expropiatorias, que constituyen una exclusión o limitación *de facto* del derecho de suscripción preferente (SÁNCHEZ ANDRÉS, *La acción*, cit. p. 82-83 y p. 273 y ss.) y que son calificadas por la doctrina como un abuso de derecho o actuaciones fraudulentas aptas para sustentar la impugnación del acuerdo de aumento (vid. VÁZQUEZ ALBERT, *La exclusión del derecho de suscripción*, cit. p. 77, 81, 149, y, sobre todo, p. 275 y ss.; id., "El conflicto entre mayoría y minoría en la exclusión del derecho de suscripción preferente", CDC, nº 26, 1998, p. 159 y ss.; MEO, *Gli effetti dell'invalidità delle deliberazioni assembleari*, cit., p. 375 y ss.; D. PREITE, *L' 'Abuso' della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milán, 1992, p. 256 y ss.; G. BIANCHI, *Le operazioni sul capitale sociale*, Padova, 1998, p. 21 y ss.; en relación con la dificultad para anular el acuerdo de aumento por este motivo, ROJO, "El acuerdo de aumento", cit., p. 2385 y ss.; M. SÁNCHEZ RUIZ, *Conflictos de Intereses entre Socios en Sociedades de Capital*, Navarra, 2000, p. 201-203), la mayoría pretenderá desincentivar o dificultar a los accionistas minoritarios el ejercicio de sus derechos de suscripción, de manera que estos últimos perderán poder administrativo y económico en beneficio de la mayoría, sin que puedan paliar los efectos desfavorables de la ampliación del capital por la ausencia de un mercado institucionalizado u organizado donde negociar sus derechos. En estos supuestos se observa claramente cómo el mecanismo de salvamento de la operación de aumento establecido por la Ley de Sociedades Anónimas para el caso de suscripción incompleta (vid. art. 161 LSA), y, más aún, la regla general que establece el artículo 77 LSRL, puede ser utilizado por la mayoría para lograr un incremento de poder en la sociedad o simplemente eliminar minorías "incómodas".

En las sociedades abiertas, aunque en menor medida, los aumentos de capital también pueden ser utilizados para beneficiar al grupo de control, o incluso a terceros al permitirles adquirir acciones en condiciones especialmente favorables, provocando un desplazamiento en las posiciones de poder. Con esta finalidad, tanto el precio de emisión como la relación de cambio entre viejas y nuevas acciones a efectos del ejercicio del derecho de suscripción preferente pueden diseñarse de modo tal que, mediante la creación de fracciones o picos (vid. *supra* Capítulo 1º, II, 1.), se propicie la falta de la completa cobertura de la emisión en el período preferente, para así dejar en manos de los administradores la libre colocación de las acciones sobrantes (advierte del peligro de posibles actuaciones arbitrarias o lesivas de los derechos de los socios, entre otros, SÁNCHEZ ANDRÉS, *La acción*, cit., p. 82 y 89 y ss. y p. 237; vid. también las consideraciones del mismo autor en *El derecho de suscripción preferente*, cit., p. 193 y p. 199 y ss.).

suscriptores— tenían sobre la operación y, por otro, podrá tener consecuencias negativas para otras operaciones jurídicas o económicas que la sociedad haya podido conectar a la anterior o cuya viabilidad dependa del buen fin de la ampliación de capital.

2. En el mejor de los casos, la suscripción incompleta del aumento constituye un contratiempo para la sociedad emisora, tanto por la privación de los fondos económicos esperados, como por el atentado que implica para la fama o crédito público de la misma<sup>47</sup>. No es infrecuente afirmar que los aumentos de capital son operaciones generalmente reservadas a las sociedades prósperas; pero también se puede constatar que la obtención de recursos a través de ampliaciones del capital puede ser la última alternativa de financiación a la que recurran las sociedades cuya deficiente situación financiera veta la posibilidad de acudir otras fuentes alternativas<sup>48</sup>. La suscripción incompleta puede ocasionar para la sociedad dificultades financieras añadidas que frenen u obstaculicen los planes de expansión, y ser un indicativo para los terceros de la falta de confianza de los socios o del público en general, dependiendo de los casos, en la posibilidad de saneamiento de la situación de crisis económica en que puede encontrarse la

---

<sup>47</sup> Así, F. CESARINI, "Intermediazioni nel mercato delle nuove emissioni e tecniche consortili", *Riv. Soc.*, 1975, p. 497, quien destaca, además, que la falta de buen fin en la colocación de la emisión podría disminuir la posibilidad de la sociedad de recurrir en condiciones convenientes a fuentes de financiación alternativas; F. DI PASQUALI, "Struttura dei consorzi e tecniche di collocamento di azioni in Italia e nei paesi anglosassoni" en F. Cesarini (dir.), *Banche, intermediari finanziari e mercato azionario*, Milano, 1987, p. 73; en similar sentido, M. JUGLART/B. IPPOLITO, *Banques et Bourses*, en *Traité de Droit Commercial*, VII, Paris, 1991, p. 615.

<sup>48</sup> Vid. las páginas dedicadas a explicar esta cuestión de SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, cit., p. 80-81; L.A. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, "El capital autorizado", en A. Alonso Ureba y otros (coord.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, III, vol. 1º, Madrid, 1994, p. 228, quien sostiene que "la exigencia del desembolso efectivo mediante una ampliación en numerario representa en ocasiones, como es sabido, el único recurso con que cuentan aquellas sociedades que o bien no están *in bonis* o bien atraviesan dificultades para colocar un empréstito o asumir una deuda cuando les esté asimismo vedado el cauce normal de la reclamación de dividendos pasivos". En estas circunstancias, ante el riesgo de que los accionistas o el público no encuentren suficientes incentivos para suscribir, lo normal es que la sociedad haya negociado la entrada en la sociedad con un tercero —que exigirá previsiblemente ciertos privilegios en las acciones que suscriba o un paquete de acciones que le otorguen una participación sustancial en el capital— con el sacrificio del derecho de suscripción de los socios (MESTRE/BLANCHARD-SÉBASTIEN, *Lamy Sociétés Commerciales*, cit., nº 3613).

sociedad, o en la rentabilidad de los proyectos de inversión o los planes de expansión a que la ampliación responde<sup>49</sup>. En este clima de desconfianza que la falta de cobertura de la emisión genera en el mercado, la sociedad podrá encontrar serias dificultades para acudir al crédito de terceros a fin de acometer el originario proyecto de inversión o solventar su déficit patrimonial.

3. En relación con los intereses de los suscriptores, aunque se haya afirmado que no es posible en el común de los casos identificar un interés del singular suscriptor por la completa suscripción de la cifra del aumento<sup>50</sup>, en muchas ocasiones la cifra de aumento acordada puede ser una razón de peso a la hora de decidir participar en la operación, hasta el punto de que, quizá, algunos no hubieran llegado a suscribir de conocer que el aumento no se realizaría en su totalidad<sup>51</sup>. Según se ha señalado, quien concurre como suscriptor a una

---

<sup>49</sup> La ampliación del capital social puede estar motivada por muy variadas finalidades, en atención a las cuales la sociedad diseñará la operación de uno u otro modo. Así, entre otras, el aumento del capital puede responder al deseo de ser admitida a cotización bursátil cuando para ello sea necesaria una mayor cifra de capital o una mayor distribución de éste, o a la ejecución de una política de retención de dividendos mediante su transformación en capital (*vid.* C. PAZ-ARÉS, "Aproximación al estudio de los dividendos en especie", *RJN*, nº 3, 1992, p. 209, nota 3). Sin embargo, lo más habitual es que las sociedades decidan ampliar su capital como medida de saneamiento en situaciones de crisis económica (*vid.*, últimamente, A. MENÉNDEZ, "Saneamiento de la Empresa y derecho de suscripción preferente", en VV.AA., *Estudios de Derecho Mercantil (Homenaje al Profesor Justino F. Duque)*, I, Valladolid, 1998, p. 499 y ss.), o cuando se necesitan nuevos fondos para financiar operaciones de tomas de control o ejecutar nuevos proyectos de inversión o de expansión que no se pueden o no conviene financiar con recursos propios o con crédito externo.

<sup>50</sup> Si bien esta opinión será analizada posteriormente, es conveniente adelantar que, para algunos autores, el interés de los suscriptores está referido, no tanto al éxito de la operación de aumento en su conjunto, como al mantenimiento de su concreto negocio de suscripción. Desde esta perspectiva, el aumento incompleto por falta de íntegra suscripción de la cuantía acordada no producirá efectos distorsionadores para los suscriptores siempre y cuando, a pesar de ello, se haga posible su deseo de convertirse en accionistas (como primera aproximación, *vid.* estas consideraciones en CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", *cit.*, p. 731 y ss.)

<sup>51</sup> Según J-O LLEBOT MAJÓ ("La geometría del capital social", *RDM*, nº 231, enero-marzo 1999, p. 37 y ss.), la obligación de fijar la cifra de capital social en los estatutos en el momento constitutivo de la sociedad cumple una importante función reductora de los costes de información frente a socios y futuros acreedores. Frente a los socios, la fijación del capital suministra la información necesaria para evaluar el riesgo que asumen en el proyecto empresarial según la medida de la aportación que decidan efectuar. Esta decisión vendrá determinada por el coste de oportunidad de la inversión (*op. cit.*; p. 45). El autor indica que la misma idea está presente a la hora de decidir suscribir nuevas acciones en el marco de una ampliación del capital social. Aquí también el coste de oportunidad de la inversión, que está determinado por el riesgo inherente a la

ampliación de capital no lo hace normalmente para tomar parte en las Juntas o tener más acciones con las que votar, sino con la intención de obtener un beneficio económico o, al menos, mantenerlo<sup>52</sup>. Mediante la suscripción de nuevas acciones, el accionista, en su faceta de inversor, pretenderá obtener una *rentabilidad económica*, que, en este concreto ámbito, ha sido definida como "la relación entre el beneficio distribuido por la sociedad a sus acciones, más los resultados motivados por la variación del valor de las mismas, y el coste de adquisición de éstas"<sup>53</sup>. Bien es verdad que, como regla general, no puede defenderse que los nuevos recursos económicos obtenidos con el aumento del capital darán lugar en todo caso, y, en especial, a corto plazo, a un incremento efectivo de la rentabilidad de la empresa, a un crecimiento del beneficio destinado al reparto y a un consecuente aumento del valor real de la acción<sup>54</sup>. Sin embargo,

---

misma, sólo es posible preverlo si los suscriptores cuentan con la información que suministra el capital social. Así, una alteración ulterior, como consecuencia de la falta de Integra suscripción, del importe del aumento del capital social que sirvió de referencia para adoptar la decisión de invertir, supone un perjuicio para los suscriptores de las nuevas acciones, dado que con la nueva cifra de capital las decisiones anteriores seguramente ya no son óptimas (*op. cit.*, p. 67-68).

<sup>52</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción preferente*, cit., p. 105. No obstante, como el propio autor inmediatamente advierte, esto no significa que no pueda hacerse una cosa u otra. Es cierto que en las sociedades abiertas, y especialmente en las sociedades que cotizan, una gran parte de los suscriptores está representada por el pequeño inversor, que, con la adquisición de acciones de nueva emisión, pretende conseguir una rentabilidad económica a corto plazo, en muchas ocasiones especulando con el incremento de cotización. Sin embargo, en las sociedades cerradas, y aún en las abiertas cuando la ampliación se utilice como instrumento en operaciones de toma de participación o de toma de control, el objetivo de obtener una ganancia patrimonial de forma más o menos rápida se sitúa en un segundo plano y los suscriptores tienen como fin inmediato incrementar o mantener su posición política en la sociedad o ingresar en la misma. En realidad, las motivaciones con las que el suscriptor decide acudir a una ampliación del capital son de muy diversa naturaleza, dependiendo, a la postre, de la intención con la que el suscriptor pretenda participar en la sociedad, bien como accionista empresario, bien como mero accionista inversor (sobre esta distinción, ya clásica, *vid.*, G. ESTEBAN VELASCO, *El poder decisión en las sociedades anónimas*, Madrid, 1982, p. 549 y ss.).

<sup>53</sup> A. LARRIBA DÍAZ-ZORITA, *Acciones y derechos de suscripción*, Madrid, 1982, p. 525.

<sup>54</sup> El aumento del capital social constituye una operación de fortalecimiento de los fondos propios que otorga, al menos en abstracto, un mayor respaldo económico a la actividad empresarial y unas mayores expectativas de obtención de crédito. Sin embargo, el grado de rentabilidad que los nuevos fondos proporcionarán a la empresa, que, en definitiva, condicionará en el futuro el valor real, el valor de mercado, y, si las acciones cotizan, el valor de cotización de las acciones (LARRIBA DÍAZ-ZORITA, *Acciones y derechos de suscripción*, cit, p. 293), no es algo enteramente previsible, sino que dependerá del resultado de la conjunción de múltiples factores, entre ellos el coste de la obtención de los recursos y el tipo de inversión a que se dediquen (*vid.*, en relación con esta cuestión, las apreciaciones todavía vigentes de SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho*

estos efectos (que potencialmente pueden producirse en toda empresa a medio y largo plazo y que son aún más probables en determinado tipo de negocios en los que el rendimiento empresarial depende en gran medida del volumen de capital invertido)<sup>55</sup> tendrán más posibilidades de verificarse si la operación ha tenido el éxito esperado. En gran número de supuestos, un aumento incompleto por falta de íntegra suscripción provocará que los fondos conseguidos sean insuficientes a fin de poder ser empleados de forma productiva mediante su aplicación al proyecto de inversión diseñado de antemano, impidiendo o, al menos, dificultando la obtención de la rentabilidad esperada<sup>56</sup>. Además, es previsible que esta última circunstancia (junto con aquella otra de la falta de confianza de los inversores en la calidad de los valores emitidos que denota el hecho de que la ampliación sólo se haya cubierto en parte), provocará una caída estimablemente importante y brusca en el precio de las acciones, dado que, si el mercado es eficiente, los precios de los títulos se ajustarán de forma inmediata a las nuevas informaciones que accedan al mismo<sup>57</sup>.

Estas consideraciones muestran que, al igual que no lo es para la sociedad emisora, para el suscriptor tampoco es indiferente que la operación de aumento del capital en la que se decidió a participar no haya sido suscrita por completo. En

---

*de suscripción preferente, cit.*, p. 75 y ss. y p. 93) y más recientemente, GARCÍA-MORENO, *El aumento de capital con cargo a reservas, cit.*, p. 181-182; *vid.* las distintas variables que determinan la relación entre la rentabilidad del nuevo capital y los diferentes valores de la acción en LARRIBA DÍAZ-ZORITA, *Acciones y derechos de suscripción, cit.*, p. 317 y ss.).

<sup>55</sup> A. SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción preferente, cit.*, p. 76.

<sup>56</sup> Esta consecuencia, no obstante, no tiene porqué verificarse fatalmente en todo aumento con suscripción incompleta, sino que dependerá principalmente del número de acciones que hayan sido suscritas. Evidentemente, no es igual, ni las consecuencias serán las mismas, que el aumento haya sido suscrito en un 90% de la cifra acordada a que lo haya sido sólo en un 20%. Por otro lado, la sociedad puede tener otros proyectos alternativos a los que poder aplicar los fondos conseguidos, de modo que el margen diferencial entre la rentabilidad que puede llegar a obtener con éstos respecto de la rentabilidad esperada de haberse acometido el originario proyecto no sea demasiado amplio. Pero en otras muchas ocasiones, la sociedad no dispondrá a corto plazo de proyectos de inversión alternativos, por lo que los fondos procedentes de la ampliación parcialmente cubierta quedarán en la caja social dotando a la sociedad de una muy baja rentabilidad.

<sup>57</sup> *Vid.* J. GARCÍA DE ENTERRÍA, "Sobre la eficiencia del mercado de capitales. Una aproximación al Securities Law de los Estados Unidos", *RDM*, nº 193-194, 1989, p. 657-658.

caso de que la suscripción incompleta convierta en ineficaz la ampliación en su conjunto, el suscriptor no sólo no verá cumplida su expectativa de convertirse en miembro de la sociedad, sino que, además, perderá las sumas satisfechas a intermediarios financieros, así como otras cantidades que se hubiera visto obligado a desembolsar con motivo de la inversión efectuada<sup>58</sup>. Por el contrario, si por haber sido así previsto en las condiciones de emisión el aumento incompleto se mantiene eficaz por la parte de capital suscrita (art. 161.1 LSA), aunque el suscriptor verá igualmente cumplido su deseo de convertirse en socio o de incrementar su participación en la sociedad, posiblemente el logro de estos objetivos no sea suficiente para compensar la disminución del beneficio económico esperado y la caída de valor de las acciones adquiridas<sup>59</sup>. En un momento como el presente, en el que, al menos en la gran sociedad abierta, la preocupación por proteger los intereses de los aportantes de capital no puede seguir circunscribiéndose en un plano estrictamente societario, esto es, en la tutela del aportante en su posición de accionista de una sociedad, el problema de

---

<sup>58</sup> Como caso de particular trascendencia es preciso mencionar el caso del tercero suscriptor de las nuevas acciones que haya efectuado dicha suscripción en virtud de un derecho de suscripción preferente adquirido de forma onerosa de manos de un antiguo accionista o en un mercado secundario. Si el aumento deviene ineficaz como consecuencia de la falta de cobertura de la emisión, es dudoso que el cesionario pueda recuperar el precio pagado por el derecho de suscripción. Entre la doctrina se sostuvo hace algunos años que, en caso de que el aumento no llegara a buen fin —ya por invalidez, ya por revocación del acuerdo de aumento—, la cesión del derecho debía considerarse, respectivamente, nula o susceptible de resolución (SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, cit., p. 268). En nuestra opinión, estas consecuencias sólo podrán producirse cuando la cesión se hubiera efectuado bajo condición resolutoria expresa de la ineficacia del aumento o cuando el cedente del derecho haya actuado de mala fe, que en este supuesto se reconduciría al conocimiento o *sospecha fundada* de que la emisión no se cubrirá íntegramente. En otro caso, el buen fin de la operación constituye un riesgo que asume el cesionario. Éste, antes de adquirir el derecho habrá podido informarse de las consecuencias de que el aumento resulte incompleto, dado que la Ley exige que esta circunstancia se determine en las *condiciones de emisión*, bien expresamente si se pretende que el aumento incompleto sea eficaz, bien por omisión si la sociedad desea la ineficacia del mismo (cfr. art. 161 LSA).

<sup>59</sup> En la generalidad de los casos, no obstante, se advierte que tras el aumento del capital se diluye el beneficio repartible al accionista y que en no pocas ocasiones es posible verificar una caída en la cotización de los títulos (SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción preferente*, cit., p. 75). Pero estas desfavorables consecuencias para los derechos patrimoniales de los accionistas —que no siempre se producen (vid. ALFARO, *Interés social y Derecho de suscripción preferente*, cit., p. 72 nota 100) y que en caso de producirse son normalmente temporales, pudiéndose verificar una recuperación de los cambios hasta situarse en un valor superior al valor preampliación (LARRIBA DÍAZ-ZORITA, *Acciones y derechos de suscripción*, cit., p. 356)—,

los aumentos de capital incompletos por falta de íntegra suscripción deberá ser tratado teniendo en cuenta, además, los intereses del accionista en su posición de inversor, que, fundamentalmente, se resumen en "seguridad, liquidez y rentabilidad" de la inversión<sup>60</sup>.

Además, en sociedades total o parcialmente cotizadas, la suscripción incompleta del aumento del capital puede tener consecuencias en cuanto a una eventual obligación de formular una oferta pública de adquisición de acciones (OPA) por parte de algún suscriptor que no hizo más que ejercitar sus derechos de suscripción en la medida que legalmente le correspondía. En efecto, a nadie se le oculta que el mantenimiento de la eficacia de un aumento del capital no suscrito por completo (art. 161.1 LSA) provocará un efecto dilución respecto de la cuota de participación de los accionistas que no ejercitaron sus derechos de suscripción preferente que favorecerá precisamente a aquellos otros que sí lo ejercitaron. En otros términos, la eficacia del aumento del capital por la cifra efectivamente suscrita cuando ésta es inferior a la acordada tendrá como efecto

---

tendrán más posibilidades de producirse y serán tanto más graves si la situación financiera de la sociedad se agrava con motivo del fracaso de la ampliación por suscripción incompleta.

<sup>60</sup> Vid., F.J. ALONSO ESPINOSA, "Interés del inversor y Derecho del mercado de valores", *RDM*, nº 208, 1993, p. 415 y ss; M<sup>a</sup> I. GRIMALDOS GARCÍA, *Responsabilidad civil derivada del folleto de emisión de valores negociables*, Valencia, 2001, p. 35 y ss; N. FERNÁNDEZ PÉREZ, *La protección jurídica del accionista inversor*, Navarra, 2000, p. 50 y ss.; SÁNCHEZ RUIZ, *Conflictos de intereses entre socios*, cit., p. 45 y ss. La figura del accionista inversor aparece ligada a los mercados de valores y es netamente distinta del accionista minoritario de sociedades cerradas. El inversor adquiere acciones de una sociedad con la intención de obtener rentabilidad para el ahorro acumulado (en este sentido es un mero "prestador de recursos económicos") y, por ello, la adquisición es una simple alternativa respecto de otras formas de colocar sus ahorros. El lucro pretendido se obtiene a través de la "dinámica de adquisición, disfrute, y desinversión" (M. TRIAS SAGNIER, "El sistema de protección del accionista inversor", *RdS*, nº 14, 2001-1, p. 198-200; E. GUADARRAMA LÓPEZ, *Las sociedades anónimas. Análisis de los subtipos societarios*, México D. F., 1993, p. 75-77; haciendo referencia a otras posibles motivaciones del inversor, J. MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, en J. Mascareñas Pérez-Íñigo y J.E. Cachón Blanco, *Activos y mercados financieros. Las acciones*, Madrid, 1996, p. 42). Entre las primeras constataciones en la doctrina española de la importancia del accionista en su faceta de inversor, vid., J. GARRIGUES, *Nuevos hechos, nuevo Derecho de sociedades anónimas*, Madrid, 1933 (reimpr. 1998), p. 61 y ss.); A. MENÉNDEZ, *Ensayo sobre la evolución actual de la sociedad anónima*, Madrid, 1974; y en relación al cambio de orientación experimentado en el tratamiento de la tutela del socio en la sociedad abierta, F. SÁNCHEZ CALERO, "Las sociedades cotizadas o bursátiles en el Derecho español", *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil (Homenaje a E. Verdura y Tuells)*, Madrid, 1994, p. 2363 y ss.; y las líneas dedicadas al tema por ESTEBAN VELASCO, *El poder de decisión*, cit., p. 579.

reflejo una alteración en las anteriores posiciones corporativas, ya que, por este simple hecho, quedará aumentada la cuota relativa de participación de los socios que acudieron a la ampliación por el importe íntegro de sus derechos de suscripción en detrimento de aquellos otros socios que no quisieron o no pudieron suscribir. Pues bien, en estas circunstancias no es extraño que un accionista que ya representaba antes de la operación de aumento una parte importante del capital, como consecuencia de la suscripción incompleta del aumento traspase las fronteras de adquisición de una participación significativa que, según el Real Decreto 1197/1991, sobre ofertas públicas de adquisición de valores (OPAs), determina la obligación de formular una oferta pública de adquisición. La duda sobre las consecuencias que este hecho lleva aparejadas desde la perspectiva del mercado de control de empresas, surge del silencio que la citada reglamentación mantiene sobre el tema, al no incluir de manera expresa este supuesto concreto entre los casos de adquisiciones indirectas o sobrevenidas de una participación significativa que da (o puede dar) lugar a la obligación de presentar la oferta pública (art. 3 R.D. 1197/1991), ni tampoco excluirlo expresamente de tal obligación (art. 4 R.D. 1197/1991). El tema tiene cierta trascendencia si tenemos en cuenta que la experiencia española desarrollada bajo la anterior normativa muestra que el traspaso de fronteras por conducto de un aumento del capital ha sido una de las vías más frecuentemente utilizadas para eludir la obligación de formular una OPA<sup>61</sup>.

---

<sup>61</sup> A. SÁNCHEZ ANDRÉS, "Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española", en VV.AA., *La lucha por el control de las grandes sociedades*, Madrid, 1992, p. 15; sobre el tema, *vid.* también, C. DE CÁRDENAS SMITH, *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*, Madrid, 1993, p. 59; haciéndose eco del problema pero sin un tratamiento del mismo, J. ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, "La adquisición de participaciones significativas", en V.V.A.A., *La lucha por el control de las grandes sociedades*, *cit.*, p. 158-159; *id.* "Comentario al artículo 3", en F. Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAS)*, vol. 1º, Madrid, 1993, p. 91; y también "El régimen español de la OPA (Análisis del Real Decreto 1197/1991 de 26 de junio", en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil (Homenaje a Evelio Verdura y Tuells)*, t. III, Madrid, 1994, p. 2912.

El supuesto planteado difiere de otros con los que, sin embargo, guarda alguna relación en consideración a que la adquisición de una participación significativa es consecuencia también de la participación de un sujeto en un aumento del capital social. Nos referimos a los casos en que dicho traspaso de fronteras se deriva, bien de la adquisición a título oneroso de los derechos de suscripción no ejercitados por parte de alguno o algunos de los originarios titulares, o bien de la adjudicación en favor de un socio o de un tercero de las acciones sobrantes cuando la ampliación



no ha sido íntegramente suscrita en el plazo ordinario de suscripción. Respecto del primer caso — la adquisición a título oneroso de los derechos de suscripción no ejercitados —, no parece aventurado defender su encuadramiento en el ámbito de aplicación del artículo 1 del RD 1197/1991, dado que en el mismo se incluye, precisamente, la pretensión de adquisición de derechos de suscripción para llegar a alcanzar una participación significativa como uno de los hechos determinantes de la obligación de formular una OPA. Es, en efecto, dudoso que para quedar circunscrito a la OPA obligatoria previa sea precisa la externalización del elemento subjetivo intencional del adquirente — consistente en la adquisición de acciones u otros valores para, de esta forma, llegar a alcanzar una participación significativa en el capital —, cuya concurrencia parece exigir el precepto en todo caso. Posiblemente, ante las dificultades de objetivación (y, en consecuencia, de prueba) de la concurrencia de este elemento intencional que, por naturaleza, pertenece a la esfera interna del sujeto implicado, sea conveniente defender que si la pretensión de adquisición de los derechos de suscripción — por sí sola o unida a la participación preexistente — tiene como resultado la adquisición de una participación significativa, es posible presumir la presencia del elemento intencional subjetivo que integra el supuesto de hecho del precepto citado, esto es la adquisición para alcanzar una participación significativa. En esta línea se manifiestan autores recientes, que destacan la necesidad de que el legislador presuma *iuris et de iure* “que cuando la adquisición de unas acciones no está interferida por la actuación de una tercera persona, ya sea física o jurídica, se tratará de una toma de control intencional. Por lo tanto, sólo podemos definir las tomas de control intencionales de forma negativa: son intencionales las tomas de control que no son sobrevenidas. Y son sobrevenidas aquéllas que son causa de una actuación de terceras personas, esto es, que no son imputables al adquirente de las acciones” (A. M<sup>a</sup> SALA I ANDRÉS, *Las O.P.A.s obligatorias ordinarias*, Barcelona, 2000, p. 132). Además, en la referida línea interpretativa, no hay que olvidar que la presunción del elemento intencional en las operaciones de simple adquisición de valores que tengan como consecuencia o resultado material el alcance de una participación significativa ya aparecía implícitamente, tanto en el Real Decreto 1848/1980 (art. 1), como en el Real Decreto 279/1984 (art. 1), y en la propia normativa vigente la concurrencia del elemento intencional aparece en otros preceptos sumamente relativizada (cfr. art. 40.1 RD 1197/1991). Así las cosas, la persona física o jurídica que pretenda adquirir derechos de suscripción en las circunstancias descritas no podrá hacerlo sin formular previamente una OPA, o, dicho de otro modo, el lanzamiento previo de una oferta pública de adquisición es el único camino para adquirir derechos de suscripción que permitan alcanzar una participación significativa (en este sentido, expresamente, DE CÁRDENAS SMITH, *Régimen jurídico de las ofertas públicas*, cit., p. 58; por lo que parece, también SÁNCHEZ ANDRÉS, “Teleología y tipología”, cit., p. 15). En cuanto al segundo de los casos citados — la adquisición de una participación significativa a raíz de la adjudicación del sobrante de un aumento del capital no suscrito por completo — la legislación española mantiene un silencio que no se produce en otros ordenamientos cercanos como son el británico y el francés, donde se prevé expresamente la obligación de formular una OPA (para más detalles, vid. SALA I ANDRÉS, *Las O.P.A.s obligatorias*, cit., p. 224). Este silencio legal de la disciplina española de OPAs no es interpretado de igual manera entre la doctrina española; diferencia de criterio bajo la que subyace, a la postre, una diferente opinión sobre cuál es el fundamento que sustenta el régimen del Real Decreto de OPAs. Por un lado, algunos han sostenido que una interpretación finalista del artículo 1 del Real Decreto de OPAs de 1991 lleva a excluir este supuesto de su ámbito de aplicación (con fundamentos de peso, DE CÁRDENAS SMITH, *Régimen jurídico de las ofertas públicas*, cit., p. 59). Para otros, por el contrario, es claro que quien suscribe acciones sobrantes de una ampliación de capital sabiendo que con ello alcanza una posición de control, debe realizar una OPA previa a fin de permitir a los accionistas la oportunidad de decidir sobre el cambio de control o puedan vender sus acciones en condiciones de igualdad (SALA I ANDRÉS, *Las O.P.A.s obligatorias*, cit., p. 224-225). En cualquier caso, es posible que la operación de aumento del capital haya sido diseñada con el concurso directo o indirecto del adjudicatario de modo tal que desincentive el ejercicio de los derechos de suscripción preferente por el resto de socios y dificulte su venta para, así, mediante la posterior suscripción del sobrante, alcanzar una participación significativa burlando la reglamentación en materia de OPAs. Pues bien, en nuestra opinión, tal conducta — al menos — debe quedar reconducida al modelo general de esta disciplina, es decir, al sistema de previa OPA obligatoria, en cuanto que implica un

Aunque quizá no sea éste el lugar adecuado para afrontar el problema con la atención que merece, conviene cuando menos ofrecer una visión de las posturas mantenidas al respecto. En principio, una identidad de *ratio* con el supuesto de hecho establecido en el artículo 3.2 del R.D. 1197/1991 -que contempla el supuesto en el que se alcanza una participación significativa por parte de algún socio que ve aumentada su cuota relativa de participación como consecuencia de una reducción del capital social- podría llevarnos a aplicar analógicamente la misma solución al caso planteado. En este sentido, el suscriptor que traspasó las fronteras de participación significativa de forma sobrevenida e involuntaria sin suscribir más títulos que los que le correspondían en proporción a su derecho de suscripción no se vería obligado en ese momento a formular una OPA de carácter sobrevenido, si bien "no podrá llevar a cabo nueva adquisición de acciones, o de otros instrumentos que puedan dar derecho a su suscripción o adquisición, sin promover una oferta pública de adquisición" (art. 3.2 R.D. 1197/1991)<sup>62</sup>.

Esta opinión a favor de la existencia de una identidad de razón entre el supuesto de la adquisición de una participación significativa como consecuencia de la suscripción incompleta de un aumento del capital y el supuesto de la adquisición de esa misma participación como consecuencia de una reducción del capital previsto en el artículo 3.2 del Real Decreto de OPAs no es compartida por otros autores, que, sin embargo convienen en encajar el supuesto polémico en el artículo 2.4 b) del mismo cuerpo legal. Este último precepto prevé la necesidad de formular una OPA cuando como consecuencia de la falta de conversión del total de la emisión de valores o instrumentos que dan derecho a la suscripción o adquisición de acciones (v. gr.: obligaciones convertibles en acciones), el sujeto que no ha hecho sino ejercitar el derecho de conversión o adquisición que le correspondía supera el porcentaje de participación significativa del artículo 1 del Real Decreto de OPAs. La similitud entre la adquisición de una participación significativa de forma sobrevenida como consecuencia de una *conversión incompleta* de obligaciones convertibles en acciones y la adquisición de una participación significativa como consecuencia de la *suscripción incompleta* de un aumento del capital, es lo que justifica la extensión a este último caso de la disciplina prevista para el primero, siendo, de este modo, una de las pocas tomas de control sobrevenidas que provocan la obligación de presentar una OPA *a posteriori*<sup>63</sup>.

---

fraude de Ley que en ningún caso puede quedar sin sanción (esta parece ser, en efecto, la postura de SÁNCHEZ ANDRÉS, "Teleología y tipología", *cit.*, p. 15).

<sup>62</sup> Así, DE CÁRDENAS SMITH, *Régimen jurídico de las ofertas públicas*, *cit.*, p. 59; inclinándose también por exceptuar el supuesto de adquisición de una participación significativa como consecuencia de la suscripción incompleta en aumentos de capital de la obligación de formular una OPA, por lo que parece, J. ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, "La adquisición de participaciones significativas y la OPA en el RD 1197/1991", *Derecho de los Negocios*, nº 21 (junio 1992), p. 28.

<sup>63</sup> SALA I ANDRÉS, *Las O.P.A.s obligatorias*, *cit.*, p. 218-223.

Para otros, en fin, la cuestión debe ser abordada desde la perspectiva del fraude de ley. En este sentido, se ha indicado que el silencio legal resulta bastante elocuente teniendo en cuenta que la vigente disciplina en materia de OPAs fue redactada sobre la base de la experiencia práctica antecedente. Así, probablemente, lo primero a averiguar es si en cada caso, bajo una conducta formalmente irreprochable, se esconde en el fondo una vulneración deliberada de la normativa citada, lo que podría tener lugar si la ampliación del capital se configuró de tal forma que mediante la exclusión *de facto* del derecho de suscripción preferente se provocara la suscripción incompleta del aumento. Si la ampliación del capital no se ha desarrollado de manera legítima, habrá que concluir que antes de una aplicación analógica de la solución legalmente fijada para supuestos afines, la adquisición de una participación significativa mediante la utilización del método descrito no puede quedar sustraída de la aplicación del régimen general de OPA obligatoria<sup>64</sup>.

4. En fin, los efectos ligados a la suscripción incompleta del aumento pueden traspasar las fronteras estrictas de la operación de aumento parcialmente suscrita y proyectarse, de muy diferentes formas y con mayor o menor intensidad, sobre otras operaciones societarias de igual o distinta naturaleza. Si bien el aumento del capital puede constituir un hecho autónomo en la vida social, puede también formar parte de una operación societaria compleja en la que los diferentes actos u operaciones que la integran se encuentran interconectados jurídica y/o financiera o económicamente. En los casos de interconexión financiera o económica, aunque no sea la única situación posible, el problema de una suscripción incompleta será particularmente grave en los supuestos en que el aumento de capital forme parte de un plan general de saneamiento. En estos casos, como consecuencia de la insuficiencia de los fondos patrimoniales conseguidos por no haber sido suscritas todas las acciones emitidas (incluso con independencia de que el aumento incompleto sea eficaz por haber sido así previsto en las condiciones de emisión), puede que no se cubran las exigencias mínimas de capitalización y, en estas circunstancias, no será difícil que se ponga en peligro o, al menos, se dificulte el desarrollo del plan global de refluotación proyectado. En

---

<sup>64</sup> Si no nos equivocamos en la apreciación, es esta la idea que subyace en las líneas dedicadas al tema por SÁNCHEZ ANDRÉS, "Teleología y tipología", *cit.*, p. 15; también, J. FERNÁNDEZ ARMESTO/L. DE CARLOS BERTRÁN, *El derecho del mercado financiero*, Madrid, 1992, p. 522.

este y otros supuestos análogos, el fracaso del aumento por causa de suscripción incompleta proyectará sus efectos fuera de los estrictos márgenes de la ampliación para extenderse a otras operaciones que ya no podrán ser realizadas o no lo podrán ser en las condiciones inicialmente previstas<sup>65</sup>.

En cuanto a los supuestos de interconexión jurídica, la doctrina ha puesto de manifiesto cómo el aumento del capital puede haber sido acordado en conexión jurídica —legal o voluntaria— con otro acuerdo social de distinta naturaleza<sup>66</sup>. Esta forma de proceder determina el condicionamiento de la eficacia de alguno de los acuerdos o de su ejecución a la eficacia de la ejecución del otro<sup>67</sup>. Por esta razón, si se produce la ineficacia de la ejecución del aumento del capital, este efecto se extenderá inevitablemente a la otra operación subordinada. En este contexto, particularmente significativo resulta el caso de la llamada “operación acordeón”, en la que la eficacia del acuerdo de reducción queda condicionada *ex lege* a la ejecución del acuerdo del aumento del capital adoptado simultáneamente (art. 169.2 LSA). Así, si la ejecución del acuerdo de aumento fracasa debido a la incompleta suscripción de las acciones emitidas, la ineficacia se extenderá a toda la operación de aumento y, en consecuencia, también a la reducción del capital, frustrándose la expectativa creada<sup>68</sup>.

---

<sup>65</sup> V. gr.: cuando la ampliación del capital tiene como objetivo la obtención de recursos para la adquisición de otra compañía.

<sup>66</sup> Así, *vid.*, ROJO, “El acuerdo de aumento”, *cit.*, p. 2351-2352, con algunos ejemplos de ambos tipos de conexiones.

<sup>67</sup> ROJO, “El acuerdo de aumento”, *cit.*, p. 2351.

<sup>68</sup> *Vid.* C. ESPÍN GUTIÉRREZ, *La operación de reducción y aumento del capital simultáneos en la sociedad anónima*, Madrid, 1997, p. 280; E. BELTRÁN, “En torno a los requisitos de la “operación acordeón”, *RDM*, nº 199-200, 1991, p. 87, quien destaca que cuando la “operación acordeón” se utiliza como medio para evitar la disolución de la sociedad (como consecuencia de pérdidas que han dejado reducido el patrimonio social por debajo de la mitad del capital social o por reducción del capital social por debajo del mínimo legal —*cfr.* art. 260 LSA—), “la ineficacia del aumento por suscripción incompleta determina que la reducción a cero carezca de eficacia, por lo que se reabre el procedimiento previsto para los supuestos de concurrencia de causa legítima de disolución (art. 262 LSA)”.

### **III. ORIGEN DE LA NORMA REGULADORA DE LA SUSCRIPCIÓN INCOMPLETA DEL AUMENTO DEL CAPITAL: LA SEGUNDA DIRECTIVA C.E.E. EN MATERIA DE SOCIEDADES**

#### **1. Preliminar**

A lo largo del presente epígrafe se pretende determinar el origen de la normativa aplicable a la suscripción incompleta del aumento del capital en el Derecho español, así como examinar cuál ha sido la evolución de la referida normativa en el contexto de los distintos ordenamientos de nuestro entorno jurídico. El examen de los principales ordenamientos jurídicos europeos indica que la falta de íntegra suscripción del aumento como problema jurídico no ha sido desconocido en las diferentes legislaciones societarias, al igual que tampoco ha sido excluido de la literatura sobre las ampliaciones del capital social. No obstante, según veremos, la intensidad con que esta cuestión ha atraído la atención de los distintos operadores jurídicos difiere sensiblemente de unos países a otros, al igual que es posible advertir en el tratamiento legal de la misma dos etapas claramente diferenciadas a raíz de la aprobación de la denominada "Segunda Directiva" de la Comunidad Económica Europea, de 13 de diciembre de 1976, en materia de sociedades.

En efecto, el hecho de que el legislador comunitario afrontara de manera expresa la necesidad de dotar de regulación al problema de la suscripción incompleta del aumento del capital mediante la elaboración de una norma *ad hoc* (art. 28 de la Segunda Directiva), permite confrontar el estado de la cuestión antes y después de la aprobación del mencionado texto comunitario. Si la situación antes de la Segunda Directiva estaba caracterizada por el escaso volumen de normas legales dedicadas de manera específica a regular esta cuestión, ya que a excepción de los Derechos italiano y francés ningún país disponía de una regulación del fenómeno de la suscripción incompleta, con posterioridad se observa en el ordenamiento europeo una progresiva implantación de normas jurídicas sobre el mismo, fruto de la incorporación de la Directiva a las legislaciones internas de los Estados miembros.

Esta diferencia que marca cada una de las dos etapas indicadas determina a su vez un distinto interés a la hora de examinar el problema de la suscripción incompleta. Respecto de la primera etapa es de principal interés el estudio de los pronunciamientos doctrinales presentes en los diferentes sistemas jurídicos —en unos casos motivados por la necesidad de cubrir un vacío legal, en otros, por la de interpretar el tenor poco claro de la norma reguladora—, dado que en ellos se contienen las bases sobre las que posteriormente se asentó la elaboración de la norma comunitaria. Respecto de la segunda, el interés del estudio comparado se encuentra, fundamentalmente, en determinar el grado de armonización que se ha alcanzado en la regulación legal de esta cuestión tras el proceso de incorporación de la Segunda Directiva, identificando las analogías y las diferencias más significativas entre los Derechos nacionales vigentes.

## **2. El problema de la suscripción incompleta del aumento del capital social en los Derechos europeos más significativos antes de la incorporación de la Segunda Directiva de la Comunidad Económica Europea**

Aunque la regulación actual del problema de la suscripción incompleta en el ámbito europeo es, principalmente, el resultado de la paulatina incorporación de la Segunda Directiva de la Comunidad Económica Europea de 1976 a los Derechos internos de los países miembros, la preocupación por dar respuesta a dicho problema no surge *ex novo* en el momento de la elaboración del citado texto comunitario, sino que ya antes había sido objeto de atención en buena parte de los sistemas jurídicos más representativos. Según tendremos ocasión de comprobar, tanto el propio hecho de que el legislador comunitario decidiera afrontar expresamente la cuestión de la suscripción incompleta del aumento del capital social, como la perspectiva con la que se abordó la regulación de la misma en la Segunda Directiva, así como también la solución legal finalmente adoptada y extendida después a los ordenamientos nacionales vigentes, son el reflejo de las premisas que sustentaron las discusiones que había generado previamente el tema en diferentes ámbitos jurídicos. En realidad, y en aras de la finalidad armonizadora que preside la elaboración de las Directivas comunitarias, el reconocimiento del problema de la falta de íntegra suscripción del aumento en la Segunda Directiva se encontró motivado por la existencia de dos soluciones

legales contrapuestas que con anterioridad se habían instalado en al menos dos de los Derechos nacionales europeos (el Derecho italiano y el Derecho francés), y que obligaban al legislador comunitario a dictar una solución uniforme. Por esta razón, y para una mejor comprensión del problema de la suscripción incompleta del aumento en el Derecho vigente, conviene exponer las líneas centrales que sustentaron los debates previos suscitados en torno a este tema en aquellos ordenamientos que influyeron decisivamente en la génesis de la reglamentación actual comparada.

### **2.1. La opción entre la *escindibilidad* y la *inescindibilidad* de la operación de aumento**

1. No obstante las distintas perspectivas desde las que, en hipótesis, puede abordarse el tema de la suscripción incompleta del aumento del capital, el examen del estado de la cuestión en los principales ordenamientos europeos anteriores a la Segunda Directiva revela de manera uniforme que la preocupación por dar respuesta a este problema estuvo dirigida exclusivamente a solventar las dudas que el hecho de la falta de la íntegra suscripción de la cifra de aumento acordada suscitaba en relación con la eficacia de la operación de aumento. Sobre esta base teórica se debatieron dos diferentes tesis, representativas cada una de ellas de soluciones contrapuestas o antitéticas: la tesis de la *escindibilidad* (o, lo que es lo mismo, de la divisibilidad) y la tesis de la *inescindibilidad* (o indivisibilidad) de la operación de aumento del capital. Conforme a la primera, se defendía que la falta de la íntegra suscripción de la cuantía de aumento acordada no constituía, en principio, un obstáculo para la eficacia de la operación de aumento del capital, que podía aún llevarse a efecto en la cuantía representada por las acciones suscritas. Según esta tesis, la suscripción del total de las nuevas acciones emitidas no constituye en sí misma un requisito necesario del que depende por completo el buen fin del aumento acordado, ya que, si aquella no se produce, el aumento del capital puede realizarse también de manera limitada al importe efectivamente suscrito. Por el contrario, según la tesis de la *inescindibilidad*, la suscripción incompleta de las nuevas acciones emitidas era considerada como causa determinante de la ineficacia total de la operación de aumento, al no ser admisible que ésta se efectúe por una cifra inferior respecto de

aquella sobre la que recayó la voluntad social en el momento en que se acordó la ampliación. Desde esta perspectiva, el conjunto de nuevas acciones que componen la emisión es visto como un todo indivisible, no susceptible de escisión a fin de lograr en parte el resultado jurídico inicialmente pretendido<sup>69</sup>.

2. En general, y allí donde se debatió la cuestión señalada, los motivos de fondo que alentaron la búsqueda de una solución al respecto se encontraban inspirados en dos grupos de ideas. Por un lado, en la conjugación de dos principios insoslayables: la necesaria fijación en el acuerdo de aumento del capital de una determinada cifra en la que el capital social pretende aumentarse (la cifra de aumento como elemento necesario del acuerdo de aumento), y el principio de la íntegra suscripción del capital social, que exigido por la Ley en el momento constitutivo de la sociedad, se consideraba extensible también a las ulteriores ampliaciones la capital fundacional<sup>70</sup>. Este principio impedía considerar como

---

<sup>69</sup> Conviene advertir que el uso de esta terminología en el contexto de la operación de aumento del capital social tiene su más claro origen en la literatura italiana inmediatamente anterior a la Segunda Directiva, donde, desde entonces, ha aparecido ligada de forma generalizada al tema de la suscripción incompleta del aumento del capital. En otros sistemas jurídicos, o bien no se ideó en aquel momento una específica terminología a la hora de afrontar esta cuestión, o bien se empleó otra distinta (así, en Francia, donde se utilizó el calificativo de aumentos de capital "elásticos" como sinónimo de lo que en Italia se entendía por aumentos de capital "escindibles"). Pero, a pesar de esta falta de uniformidad en el empleo de los términos, el problema derivado del hecho de la suscripción incompleta del aumento que pretendía resolverse era sustancialmente idéntico: las consecuencias que esta circunstancia estaba llamada a producir en relación con la eficacia del aumento del capital.

<sup>70</sup> Entre las primeras manifestaciones legales del principio de la íntegra suscripción del capital social en el Derecho europeo se sitúan el artículo 1 de la Ley de Sociedades por Acciones francesa de 1867 y el artículo 131 del Código de Comercio italiano de 1882. Este principio, consagrado expresamente en la Ley sólo en relación con el momento constitutivo de la sociedad a modo de requisito legal de la válida constitución, fue, en general, considerado muy pronto exigible también en relación con las posteriores ampliaciones del mismo (*vid.* al respecto, A. MARGHERI, en L. Bolaffio/C. Vivante (coords.), *Codice di commercio commentato*, vol. III, 1904, Verona, p. 222-223; U. NAVARRINI, "Sulla sottoscrizione del capitale sociale per serie successive di azioni", *Studi e questioni di Diritto Commerciale*, Roma-Torino-Milano, 1908, p. 191 y ss.; y también en *Trattato teorico-pratico di Diritto Commerciale*, vol. IV, Milano-Torino-Roma, 1920, p. 465-466; A. SCIALOJA, "Sull'applicabilità agli aumenti di capitali sociale delle disposizioni dettate dall'art. 131 per la costituzione delle società per azioni", *Il Foro italiano*, vol. LVI, 1931, p. 80; B. SCORZA, "A proposito dell'art. 131 Cod. di Comm.", *Il Foro italiano*, 1932, p. 1433-1437; C. VIVANTE, *Trattato di Diritto Commerciale*, vol. II, (*Le società commerciali*), Verona 1904, p. 277-278; LACOUR/BOUTERON, *Précis de droit commercial*, Paris, 1925, p. 327-328 y p. 455 y ss.; LYON-CAEN/RENAULT, *Traité*, II, *cit.*, p. 419 y ss.; ROUSSEAU, *Traité théorique et pratique des Sociétés Commerciales françaises et étrangères*, II, Paris, 1921, p. 821 y ss.; MOREAU, *La société anonyme*, I, *cit.*, p. 646 y ss.; HOUPIBOSVIEUX, *Traité général Théorique et Pratique des Sociétés civiles et commerciales et des Associations*, II, Paris, 1927, p. 37 y p. 68; J.



capital social, y, consecuentemente, llevar a los Estatutos sociales, la cifra del aumento acordada en la medida en que no había sido suscrita, por lo que se hacía preciso determinar si la operación de aumento del capital debía declararse por completo ineficaz o si aún era posible defender su eficacia aunque sólo en relación con el porcentaje efectivamente suscrito.

La cuestión así planteada se consideraba ya entonces enmarcable dentro de la más general problemática de la ineficacia total o parcial de un negocio jurídico cuyo resultado previsto —legal o convencionalmente— hubiera sido logrado sólo en parte<sup>71</sup>. Así, mientras que la *inescindibilidad* suponía optar por la solución de la ineficacia total, la defensa de la *escindibilidad* del aumento equivalía a defender la opción de la ineficacia sólo parcial. Por otro lado, la necesidad de aclarar en qué medida la falta de la íntegra suscripción podía afectar a la eficacia del aumento del capital venía planteada en relación con el modo en que un cambio sobrevenido en la cifra del aumento acordada podía afectar a los intereses de la sociedad y de los suscriptores, que participaron en la operación sobre la base de que el capital se aumentaría en la cuantía acordada y no en una inferior como resultado de lo efectivamente suscrito. En este sentido, la falta de la íntegra cobertura de la ampliación exigía determinar la situación en que quedaban la sociedad y los suscriptores respecto del cumplimiento de las obligaciones contraídas a raíz de la ejecución del aumento.

Desde esta óptica, la *inescindibilidad* del aumento, en la medida en que equivale a la ineficacia total de la ampliación, sería determinante, a su vez, de la ruptura de la relación jurídica surgida entre la sociedad y los suscriptores por razón de la suscripción de las acciones de nueva emisión: ni la sociedad estaría obligada a reconocer la posición corporativa adquirida por los suscriptores, debiendo devolver a éstos las aportaciones realizadas, ni los suscriptores podrían

---

ESCARRA/E. ESCARRA/J. RAULT, *Traité théorique et pratique de droit commercial. Les sociétés commerciales*, t. II (Sociétés par actions), Paris, 1951, p. 73; J. DUBRUJEAUD, "Le contrat de souscription", *Juris Classeur des Sociétés*, fasc. 115, p. 17.

<sup>71</sup> Así, especialmente, G. PELLIZZI, "Nota sulla sottoscrizione parziale di aumento del capitale", *Riv. soc.*, 1979, p. 1251; también publicado después en *Saggi di Diritto Commerciale*, Milano, 1988, p. 395-417.

exigir el reconocimiento de dicha posición, quedando liberados de la obligación de satisfacer el importe del valor nominal pendiente de aportación. Por el contrario, la opción en favor de la *escindibilidad* tendría como resultado que a pesar de la falta de la íntegra suscripción del aumento, la sociedad estaría obligada a dar por válidas las suscripciones efectuadas y a reconocer, consiguientemente, a los suscriptores la condición de socio (o la nueva posición corporativa en función de la nueva cifra de capital si el suscriptor era ya socio), y los suscriptores, por su parte, permanecerían vinculados a la obligación de desembolsar el valor nominal de las acciones suscritas no desembolsado en el momento de la suscripción.

3. No obstante, las discusiones en torno a la opción entre la *escindibilidad* y la *inescindibilidad* del aumento no estuvieron, salvo excepciones, dirigidas a encontrar una única solución a seguir necesariamente en todos y cada uno de los casos. Es decir, la bipolarización entre estos dos “modelos” antagónicos no se planteaba en un grado tan extremo que impidiera de manera absoluta a los defensores de cada uno de ellos aceptar también como posible el modelo contrario. En realidad, y bajo el entendimiento compartido de que, al menos en teoría, ambas soluciones eran jurídicamente viables, se consideraba, en general, que debía reconocerse a la sociedad legitimación para elegir aquélla que considerara más oportuna, puesto que fue la sociedad misma, a través del órgano competente, la que adoptó tanto la decisión de aumentar el capital social, como la decisión sobre la cifra o cuantía en que debía sustanciarse la ampliación. Sobre esta base, el objetivo era doble: por un lado, determinar hasta qué momento la sociedad podía optar por la *escindibilidad* o *inescindibilidad* del aumento del capital, y, por otro, encontrar cómo debían articularse aquellas soluciones antitéticas, estableciendo, a este fin, cuál había de funcionar a modo de regla general, en el caso de que la sociedad nada hubiera decidido al respecto.

## **2.2. El desarrollo de los “modelos” de la escindibilidad y de la inescindibilidad del aumento del capital en el ámbito europeo**

### **2.2.1. Sistemas jurídicos con regulación legal de la suscripción incompleta del aumento del capital**

### 2.2.1.1. El derecho italiano: la *escindibilidad* como solución legal expresa

Aunque sólo sea por la mayor atención que ha recibido el tema de la suscripción incompleta desde la óptica ya explicada de la *escindibilidad* o *inescindibilidad* del aumento del capital, conviene iniciar el examen de los argumentos que sustentaron estas dos soluciones contrapuestos a la vista del Derecho italiano. Esta opción se encuentra justificada, además, porque fue en el ordenamiento jurídico italiano donde el problema de la suscripción incompleta del aumento del capital apareció por vez primera regulado legalmente de forma expresa, ya que, hasta entonces dicho problema no había pasado de ser una cuestión debatida doctrinalmente en el ámbito europeo y resuelta a nivel jurisprudencial en algunos casos concretos.

Con la entrada en vigor del *Codice civile* italiano de 1942 aparece, pues, la primera norma legal dedicada de manera específica a regular la cuestión la suscripción incompleta del aumento. A estos efectos, el artículo 2439 II del *Codice civile* disponía en su redacción original que:

“Se l'aumento di capitale non è integralmente sottoscritto nel termine previsto dalla deliberazione, i sottoscrittori non sono liberati dall'obbligo assunto, ameno che nella deliberazione stessa non sia altrimenti disposto”

Según puede advertirse, la norma transcrita centraba la determinación de las consecuencias de la falta de la íntegra suscripción del aumento en un único punto: la situación en la que habían de quedar los suscriptores de las nuevas acciones respecto del cumplimiento de las obligaciones adquiridas frente a la sociedad en el momento de la suscripción tras comprobarse que el aumento del capital no había sido suscrito por completo en el plazo previsto. Esta perspectiva desde la que el Derecho italiano abordó la iniciativa reguladora del problema de la suscripción incompleta no puede considerarse un hecho casual. Por el contrario, la referida solución normativa elaborada a raíz de la aprobación del *Codice civile* de 1942 respondió al interés del legislador italiano por resolver definitivamente la polémica que, con anterioridad, la ausencia de una normativa específica sobre el tema había provocado en los ámbitos doctrinal y jurisprudencial durante la

vigencia del Código de Comercio de 1882. Por esta razón, la solución que se incorporó al artículo 2439 II no fue sino una toma de postura legislativa sobre la base de las distintas propuestas que, en sentido pendular, se encontraban presentes en la etapa previa al nacimiento del Código civil<sup>72</sup>. En efecto, durante la vigencia del Código de Comercio italiano de 1882 (momento histórico en el que nacen los primeros intentos de delimitar las consecuencias jurídicas derivadas del fenómeno de la suscripción incompleta) la preocupación en relación con este tema había estado dirigida a resolver la duda sobre si ante la falta de la íntegra suscripción del aumento los suscriptores quedaban liberados de la obligación de desembolsar el valor de las acciones suscritas, con la consiguiente ineficacia de la operación de aumento, o si esta obligación subsistía todavía a pesar de la incompleta cobertura del aumento, pudiendo la sociedad reclamar a aquéllos el importe del valor nominal todavía pendiente de desembolso y llevar a efecto la ampliación por la cifra inferior representada por las acciones suscritas.

### **A) El Código de Comercio de 1882**

1. Ante la falta en el antiguo Código de Comercio de 1882 de norma alguna sobre la suscripción incompleta del aumento y, en particular, sobre la posible liberación de los suscriptores de las obligaciones contraídas frente a la sociedad ante esta circunstancia<sup>73</sup>, el punto de referencia ineludible a fin de resolver la cuestión señalada estuvo constituido por las normas sobre la suscripción y el desembolso del capital social en el momento de constitución de la sociedad. En este contexto, el Código de Comercio exigía expresamente la íntegra suscripción

---

<sup>72</sup> CHIOMENTI, *La revoca*, cit., p. 170.

<sup>73</sup> En realidad, el viejo Código no contenía un conjunto de normas que de manera sistemática, completa y autónoma regulara la operación de aumento de capital como uno de los supuestos de modificación de los Estatutos. Por el contrario, en aquel Código sólo existían, por un lado, algunos preceptos dispersos que simplemente establecían los requisitos de validez de la emisión de acciones —tanto en relación con las condiciones de la emisión misma (primera o ulterior emisión), como respecto de los requisitos que debían cumplir las acciones emitidas— y, por otro, algún conjunto de normas en relación con las obligaciones de los suscriptores (así, los artículos 131, 133, 158 y 164 al 170). En realidad una sección legal que de manera diferenciada, al menos en cierto grado, dedicara una regulación a las cuestiones relativas a las distintas modalidades de aumento de capital sólo es posible encontrarla en la legislación italiana a partir del Código Civil de 1942 (arts. 2438-2444).

y el desembolso mínimo de 3/10 del valor nominal de las acciones suscritas como requisito para proceder a la constitución de la sociedad (art. 131 I):

“Per procedere alla costituzione della società, è necessario che sia sottoscritto per intero il capitale sociale, e siano versati in danaro da ciascun socio tre decimi di quella parte del capitale consistente in numerario che è rappresentata dalla sua quota o dalle azioni da lui sottoscritte, sempreché nel programma dei promotori non sia prescritto il versamento d'una somma maggiore”.

A esto se añadía (art. 132) que en caso de que los suscriptores no hubiesen desembolsado en el plazo establecido el porcentaje mínimo del valor nominal de las acciones suscritas, los promotores podían elegir entre reclamar a los suscriptores morosos el cumplimiento de aquella obligación o resolver el vínculo obligacional previamente creado por aquéllos con motivo de la suscripción. En este último caso, se disponía (art. 132 III) que:

“Se i sottoscrittori vengono sciolti dall'obbligazione, non può procedersi alla costituzione della società prima che siano nuovamente collocate le azioni da essi sottoscritte”.

Sobre esta base legal, se consideraba generalizadamente que, en caso de que las suscripciones efectuadas no hubieran sido suficientes para alcanzar la cifra de capital establecida por los promotores en el programa fundacional (pues a la fundación sucesiva quedaba acotada dicha eventualidad), la sociedad no podía ser constituida con un capital social reducido a la cifra menor suscrita<sup>74</sup>. El argumento técnico-jurídico más utilizado en apoyo de esta tesis residía en la construcción de cada una de las suscripciones efectuadas como contratos<sup>75</sup>, cuya

---

<sup>74</sup> Entre otros, MARGHERI, *Codice di commercio commentato*, cit., p. 224; en el mismo sentido NAVARRINI, *Tratatto*, cit., p. 351-352; B. SCORZA, “A proposito dell'art. 131 Cod. di Comm.”, cit., p. 1433-1437); admitiendo la posibilidad de constituir la sociedad con el capital social reducido a lo efectivamente suscrito, siempre que en el programa de fundación se hubiera introducido la facultad de reducir el capital en función de la cifra suscrita mediante un acuerdo mayoritario de los suscriptores, VIVANTE, *Trattato*, cit., p. 211.

<sup>75</sup> Es ampliamente compartida por la doctrina de este período la tesis del carácter contractual de la suscripción. No obstante, se discute cuáles son las partes del contrato en sede de fundación sucesiva. Al respecto, parece que la opinión más difundida es aquella que considera que los suscriptores realizan un contrato con los promotores, que en este caso actuarían como contratantes en favor de tercero —la (futura) sociedad— (vid., por todos, MARGHERI, *Il Codice di*

eficacia quedaba sometida a la condición suspensiva (*condicio iuris*) de la íntegra suscripción del capital, y, en consecuencia, a la condición de la válida constitución de la sociedad. Por esta razón, si la suscripción total de las acciones emitidas no se alcanza, es decir, si el evento en el que consiste la condición no se produce, las suscripciones debían ser consideradas como no realizadas y los suscriptores quedarían definitivamente liberados de su obligación de desembolsar el valor de las acciones suscritas<sup>76</sup>.

2. Si el tema de la falta de íntegra suscripción del capital social durante el proceso constitutivo de la sociedad era cuestión pacífica, más discutida era, sin embargo, la solución a seguir para el supuesto de la suscripción incompleta de ulteriores emisiones de acciones por parte de una sociedad ya constituida. Aquí, las posiciones se encontraban divididas en torno a la conveniencia de extender a este último caso la solución arbitrada para el primero, sobre la base de la aplicación analógica de las normas previstas para la constitución de la sociedad a la emisión de nuevas acciones con ocasión de un aumento del capital. El argumento de la analogía exigía determinar si entre ambos supuestos (formación del capital social en el momento de la constitución de la sociedad y ampliación del capital de una sociedad ya constituida) existía o no suficiente identidad sustancial que justificase la aplicación al aumento del capital de una norma prevista legalmente sólo para la constitución de la sociedad.

Así, según algunos, el principio de la íntegra suscripción del capital social debía comprenderse también en los supuestos de aumento del capital como una

---

*commercio comentato*, cit., p. 222). En este contexto, cada una de las suscripciones efectuadas se encontraría destinada a unirse a las demás para formar el contrato de sociedad.

<sup>76</sup> Corte de Casación de 13 de noviembre de 1930 (*Il Foro italiano*, vol. LVI, 1931, p. 80 y ss.); Corte de Casación de 29 de mayo de 1940 (*Il Foro italiano*, vol. LXV, 1940, p. 1430 y ss.); en la jurisprudencia "menor", Corte de Apelación de Milán de 3 de noviembre de 1932 (*Il Foro italiano*, vol. LVIII, 1933, p. 768 y ss.); Corte de Apelación de Turín de 30 de diciembre de 1932 (*Il Foro italiano*, vol. LVIII, 1933, p. 920 y ss.); Corte de Apelación de Trieste de 16 de febrero de 1932 (*Il Foro italiano*, vol. LVII, 1932, p. 1434 y ss.); Corte de Apelación de Génova de 23 de febrero de 1941 (*Riv. Dir. Comm.*, vol. XXXIX, 1941, II, p. 177 y ss.); entre la doctrina, A. SCIALOJA, "Sull'applicabilità agli aumenti di capitali sociale delle disposizioni dettate dall'art.131 per la costituzione delle società per azioni" (*Foro italiano*, vol. LVI, 1931, p. 80 y ss.); NAVARRINI, *Tratatto*, cit., p. 351.

condición de eficacia a la que quedaban sometidas todas y cada una de las declaraciones de suscripción individualmente consideradas. Consecuentemente, la falta de la íntegra suscripción de la cifra de capital representada por las acciones de nueva emisión debía conducir a la liberación de los suscriptores y a la ineficacia o fracaso de la operación de aumento en su conjunto. Como fundamento de esta tesis, basada en la referida aplicación analógica del artículo 131 I del Código de Comercio al aumento del capital, se afirmaba que las razones que justifican el entendimiento de la íntegra cobertura de la emisión como condición de eficacia de las suscripciones en el momento constitutivo concurren también con ocasión de la emisión de nuevas acciones en los sucesivos aumentos del capital. Estas razones se resumen en la necesidad de tutelar, principalmente, los intereses de los suscriptores y, en segundo, lugar, los intereses de la propia sociedad ante una minoración de la cifra del capital publicada en el programa fundacional o incluida en el acuerdo de aumento. Interés de los suscriptores, por un lado, porque admitir la constitución de la sociedad o el aumento del capital en una cifra inferior a la prevista supondría un "abuso del consentimiento" de aquéllos, al obligarles a participar en una sociedad respecto de la cuál se ha demostrado la desconfianza del público y en la que los riesgos empresariales presumiblemente se agravarían por la insuficiencia del capital. Interés de la sociedad, por otro, en cuanto que la fijación de una determinada cifra de capital (ya sea en el momento constitutivo, ya con ocasión de una posterior ampliación del capital) responde normalmente a un concreto objetivo o finalidad, integrando ambos elementos una relación de medio a fin. Así, en el caso de que por haber sido insuficientes las suscripciones efectuadas aquella cifra no pueda alcanzarse, la relación medio-fin desaparece y tanto la constitución de la sociedad como el aumento del capital perderían su causa.

Según este planteamiento, el sometimiento de cada una de las declaraciones de suscripción a la condición de la suscripción completa de la emisión permitiría conciliar en un plano de igualdad ambos intereses —el de los suscriptores en desligarse de las obligaciones asumidas con la suscripción, y el de la sociedad en no dar por eficaz un aumento del capital en una cifra menor a la prevista— dado que si a ninguna de las partes interesa el mantenimiento del aumento por una

cifra menor, éste será, precisamente, el efecto directo del incumplimiento de aquella condición. Ahora bien, en el caso de un aumento del capital, y puesto que no es materia de orden público, nada obsta para que ambas partes puedan renunciar voluntariamente a aquellos derechos. Los suscriptores podrían renunciar (de forma tácita o expresa) a su derecho a desvincularse de la operación, y la sociedad podría considerar las suscripciones obligatorias y el aumento del capital eficaz por la parte suscrita, siempre y cuando así lo hubiera advertido previa y expresamente<sup>77</sup>.

En contra de esta opinión, clara representación de la tesis de la *inescindibilidad*, otros sostuvieron, sin embargo, que la íntegra suscripción de la emisión no podía actuar como condición de validez de las suscripciones en el caso de un aumento del capital. La falta de aplicación analógica de las normas previstas legalmente en materia de constitución a los ulteriores aumentos del capital social, llevó a estos últimos a admitir la eficacia del aumento y la validez de las suscripciones cualquiera que hubiera sido la cuantía del capital (*escindibilidad* del aumento del capital). Así, a menos que la sociedad en el momento de la emisión o, con posterioridad a la misma, los suscriptores de acuerdo con la sociedad, hubieran sometido voluntariamente la eficacia de las suscripciones a la condición de que la emisión fuese cubierta por completo —dada la convencionalidad que rige esta materia—, los suscriptores no se encontraban legitimados para desvincularse de las obligaciones asumidas con la suscripción. Las razones sobre las que se basaba esta segunda opinión se encontraban, por

---

<sup>77</sup> Así, especialmente, la sentencia de la Corte de Apelación de Trieste de 16 de febrero de 1932 (*Il Foro italiano*, vol. LVII, 1932, p. 1434 y ss.), a tenor de la cual: "Infatti la società, che offre di partecipare ad una sottoscrizione per l'aumento del suo capitale fino ad una determinata cifra e poi delibera esplicitamente, o semplicemente lascia, che detto aumento resti limitato ad un ammontare minore, viene a modificare una condizione essenziale, quanto meno in vista delle ripartizione del rischio del contratto proposto. A tale modificazione i nuovi sottoscrittori potranno adagiarsi, ma, se non vogliono accettarla, avranno il diritto di vedersi scolti dall'obbligo assunto. Quindi, non sono i nuovi sottoscrittori che debbono aver cura di cautelarsi contro l'eventualità in esame con una specifica espressa clausola; è la società, che deve, al contrario, con una espressa clausola, avvertire che le nuove sottoscrizioni si intenderanno obbligatorie, anche se non giungano a coprire per intero il deliberato aumento". Esta tesis, fue acogida por la Casación en las sentencias de 13 de noviembre de 1931 y de 29 de mayo de 1940 (*Il Foro italiano*, LVI, 1931, p. 78 y ss., y *Il Foro italiano*, LXV, 1940, p.1430 y ss., respectivamente), y, entre la doctrina, principalmente, por U. NAVARRINI, *Trattato, cit.*, p. 465-466; C. VIVANTE, *Trattato, cit.*, p. 277-278.



un lado, en que, a diferencia de lo que acontece en la fase constitutiva, la necesidad de tutela del suscriptor en relación con la formación del capital no es tan intensa en el momento de sucesivas ampliaciones del mismo, porque, por lo general, en los aumentos del capital no es imprescindible la existencia de una exacta correspondencia entre el volumen de capital requerido y los fines empresariales que se pretenden alcanzar, ya que si la emisión no se suscribe por completo, la sociedad —que en esa fase ulterior ya se encuentra formada y en funcionamiento— podrá acudir a otras fuentes de financiación alternativas para obtener los fondos necesarios. Por otro lado, y en lo que respecta a los motivos que inducen a los suscriptores a participar en la constitución de la sociedad o en el aumento del capital, mientras que, en el primer caso, es fundamental para aquéllos tener la seguridad de que el capital inicial es suficiente para emprender la explotación del objeto empresarial, en el caso de un aumento del capital, la motivación del suscriptor no es tanto colaborar en la financiación de nuevos objetivos empresariales —cuya realización puede depender de la obtención la cifra total de la ampliación— como participar en una sociedad ya operante en el tráfico que considera rentable en atención a su fama, buena gestión, solidez patrimonial y posibilidad de repartir dividendos<sup>78</sup>.

## B) El Código civil de 1942

Con este panorama de referencia, parece claro que la finalidad a la que respondió la creación del artículo 2439 II del *Codice civile* de 1942 no fue otra que la de dar respuesta legal expresa y dotar, así, del necesario nivel de certeza a un problema que ya venía siendo debatido en diferentes sectores jurídicos. Sin embargo, el nuevo precepto no hizo entonces sino avivar la polémica, dando lugar a un enriquecimiento de los argumentos que ya habían sido expuestos anteriormente en defensa de una u otra de las soluciones propuestas. La razón se

---

<sup>78</sup> SCIALOJA, "Sull'applicabilità agli aumenti", *cit.*, p. 80 y ss.; SCORZA, "A proposito dall'art 131 Cod. di Comm.", *cit.*, p. 1437; Corte de Apelación de Milán de 4 de abril de 1930 (*Il Foro italiano*, vol. LVI, 1931, p. 86; Corte de Apelación de Turín de 30 de diciembre de 1932 (*Il Foro italiano*, vol. LVIII, 1933, p. 920 y ss.; Corte de Apelación de Milán de 3 de noviembre de 1932, *Il Foro italiano*, LVIII, 1933, p. 768 y ss; Corte de Apelación de Génova de 26 de febrero de 1941 (*Riv. Dir. Comm.*, 1941, II, p. 177).

encontraba en la ambigüedad que emanaba de su tenor literal: aunque el precepto establecía con la deseada claridad cómo el evento de la incompleta suscripción del aumento del capital afectaba a la posición jurídica de los suscriptores en cuanto al cumplimiento de la obligación de desembolsar el valor de las acciones suscritas a través de una regla general ("*los suscriptores no quedan liberados de la obligación asumida*") y una excepción ("*a menos que en el mismo acuerdo [de aumento] se haya dispuesto otra cosa*"<sup>79</sup>), no se contemplaba con la misma claridad cuál era la posición de la sociedad en estas circunstancias. En particular, no se establecía si a falta de previsión de las consecuencias de la suscripción incompleta en el acuerdo de aumento, la sociedad quedaba, al igual que los suscriptores, obligada a aceptar un aumento incompleto, o si, mediante un nuevo acuerdo social podía decidir no dar ejecución al aumento parcialmente suscrito y devolver a los suscriptores los desembolsos efectuados. En torno a esta cuestión se agruparon los defensores de la tesis de la *escindibilidad* —para los cuáles la Ley establecía claramente la eficacia del aumento del capital a pesar de su incompleta suscripción, sin legitimar la sociedad para decidir *a posteriori* no realizar el aumento incompleto— y los que opinaban que el aumento del capital constituía una operación *inescindible*, de modo que a pesar de que la Ley sujetaba a los suscriptores al cumplimiento de las obligaciones contraídas con la suscripción, la sociedad podía todavía decidir no efectuar el aumento y liberar a los suscriptores tras haberse constatado la falta de cobertura de la ampliación una vez finalizado el plazo de suscripción.

En cualquier caso, puesto que la Ley otorgaba explícitamente a la sociedad

---

<sup>79</sup> En realidad el párrafo 2º del artículo 2.439 *Codice civile* no especificaba cuál era la obligación exacta de cuyo cumplimiento no quedaban liberados los suscriptores. No obstante, esta obligación no podía ser otra que la relativa al desembolso del valor nominal de las acciones suscritas. Ahora bien, teniendo en cuenta la exigencia legal de que los suscriptores desembolsen al menos 3/10 del valor nominal de las acciones suscritas *en el momento de la suscripción* (art. 2439.1 *Cod. civ.*), la doctrina estimó que el contenido de aquella obligación se reduce al desembolso del resto del valor nominal de las acciones suscritas no desembolsado en el momento de la suscripción (así, sentencia del Tribunal de Génova de 23 de febrero de 1976, publicada en *Giur. comm.*, 1976, II, p.485 ss.) más, en su caso, la prima de emisión (teniendo en cuenta que hasta la reforma de 1986, de adaptación a la Segunda Directiva, la legislación societaria italiana no exigía el pago íntegro de la prima en el momento de la suscripción, tal y como ahora lo hace el párrafo 1º del mismo artículo 2439 *Codice civile*).

libertad para configurar *ex ante* el aumento del capital proyectado como divisible o indivisible mediante la introducción de una cláusula expresa en el acuerdo de aumento (art. 2439 II *Cod. civ.*: "a menos que en el acuerdo mismo no se haya dispuesto otra cosa"), la polémica surgida en el ordenamiento italiano sobre el carácter escindible o inescindible del aumento de capital se proyectó sólo a los fines de establecer cual había de ser la *regla general*, es decir, establecer el carácter que en sí mismo tiene el aumento de capital con cargo a nuevas aportaciones cuando en las condiciones del acuerdo social correspondiente la sociedad no hubiera previsto las consecuencias de una suscripción incompleta de las acciones emitidas.

**a)' La tesis de la *escindibilidad*<sup>80</sup>**

Según una primera opinión, el *Codice civile* había optado por resolver el problema de la suscripción incompleta del aumento en favor de la *escindibilidad* del aumento de capital como regla general, que sólo podría encontrar excepción cuando la sociedad hubiera optado expresamente por la *inescindibilidad* en el propio acuerdo de aumento. De no ser así, la sociedad estaba obligada, al igual que los suscriptores, a aceptar un aumento acordado por una determinada cifra pero suscrito sólo en parte y a modificar los Estatutos sociales incorporando la nueva cifra de capital en la cuantía representada por las suscripciones efectivamente realizadas<sup>81</sup>.

---

<sup>80</sup> Conviene indicar que en la literatura jurídica italiana de aquel momento la llamada tesis de la "*inescindibilidad*" vino a considerarse como la tesis "mayoritaria", mientras que la de la "*escindibilidad*" era identificada con la tesis "minoritaria". No obstante, esta clasificación entre opinión "mayoritaria" y "minoritaria" fue criticada por algún autor (F. GALGANO, "Aumento di capitale solo parzialmente eseguito", *Giur. Comm.*, 1976, II, p. 500) precisando que, en realidad, lo que se había producido era una evolución en los planteamientos y soluciones, de modo que, a su juicio, era más correcto hablar en términos de postura "tradicional" —identificada con la mayoritaria, que según el autor data de los años setenta— y de postura "moderna" —correspondiente a la minoritaria— que conlleva la superación de las tesis precedentes.

<sup>81</sup> Vid., principalmente, A. FORMIGGINI, "Sottoscrizione condizionata di capitale azionario", *Dir. fall.*, 1946, I, p. 53-70; V. SALANDRA, *Manuale di Diritto Commerciale*, I, Bologna, 1948, p. 314; T. ASCARELLI, *Studi in tema di società*, Milano, 1952, p. 29 y ss.; BRUNETTI, *Società per azioni*, en *Trattato di Diritto delle società*, II, cit., p. 517 (por lo que parece); G. COTTINO, Voz "Società per azioni", en *Novissimo digesto italiano*, XVII, Torino, 1970, p. 647; G. FERRI, "Le società", en Vassalli (dir.), *Trattato di Diritto Civile*, Torino, 1971, p. 646 (también en *Manuale di Diritto Commerciale*, 5ª ed, 1976, p. 412); F. GALGANO, "Aumento di capitale solo parzialmente

La tesis expuesta se fundamentaba en dos órdenes distintos de ideas:

a) El aumento de capital con emisión de acciones a satisfacer con cargo a nuevas aportaciones, es un fenómeno cuya naturaleza jurídica se reconduce a la categoría de los llamados *contratos de ejecución progresiva*<sup>82</sup>. En este sentido, se afirmaba que esta clase de elevación del capital social constituía una suerte de modificación de Estatutos por virtud de la cuál el vínculo social quedaba extendido a nuevos sujetos produciéndose, consecuentemente, una alteración subjetiva del contrato de sociedad. El acuerdo de aumento con emisión de nuevas acciones adoptado por el órgano social competente se configuraba, así, como una *oferta al público* (art. 1336 *Cod. civ.*), mientras que las suscripciones se consideraban como otras tantas *declaraciones de aceptación adhesivas* al originario contrato de sociedad. De esta manera, el aumento del capital social era entendido como una

---

eseguito", *cit.*, p. 499-507 (no obstante, modifica posteriormente su opinión en *La società per azioni*, en *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell'economia*, VII, Padova, 1984, p. 338, a la vista de la regulación del tema en la Segunda Directiva CEE); R. CAVALLO BORGIA, *Azioni e obbligazioni di società*, Padova, 1988, p. 187 y ss.). Según estos autores, el aumento de capital sólo podía adquirir carácter inescindible cuando la regla general de la *escindibilidad* se hubiera derogado por virtud de la correspondiente previsión en contrario en las condiciones de aumento. Ésta previsión podía consistir en la declaración de ineficacia del aumento cuando no se alcance por completo la cifra acordada (o, incluso, una cierta cantidad inferior —v. gr.: 80% de la cifra acordada—), o también en conceder a los suscriptores la facultad de desligarse del vínculo social y pedir la restitución de la aportación realizada por suscripción incompleta, realizándose el aumento en la cifra representada por las suscripciones de aquellos que no han ejercitado este derecho (así, A. FORMIGGINI, *op. cit.*, p. 58-59). En cualquier caso, resultaba inaceptable para aquéllos que la sociedad pudiera derogar la regla general de la *escindibilidad* mediante acuerdo adoptado "a posteriori", entendiéndose por tal, no sólo el aprobado en una Junta celebrada una vez constatado el hecho de la suscripción incompleta, sino también el adoptado en una Junta celebrada una vez abierto el período de suscripción, aunque éste hubiera finalizado (no obstante, *vid.* F. GALGANO, "Aumento di capitale solo parzialmente eseguito", *cit.*, p. 505: "...In linea di principio non si può escludere l'ammissibilità, nella deliberazione di aumento del capitale, di una disposizione con la quale la società si riservi la facoltà di accettare o rifiutare una sottoscrizione solo parziale.").

<sup>82</sup> Así configurada, la operación de aumento se consideraba integrada dentro del supuesto previsto en el artículo 1332 *Cod. civ.*, que contemplaba la adhesión de nuevas partes a un contrato ya formado pero en fase de ejecución, en este caso, al contrato plurilateral de sociedad. A estos efectos, se hacía preciso distinguir los supuestos de contratos plurilaterales de *estructura abierta*, en los que por ser la posibilidad de nuevas adhesiones un elemento esencial del contrato originario, éstas no implican una modificación de éste (v.gr.: cooperativas), de aquellos otros de *estructura cerrada*, entre otros, el contrato de sociedad anónima, en los que la adhesión de nuevas partes requiere una específica forma de propuesta contractual, en concreto, un acuerdo del correspondiente órgano que consienta modificar el contrato social poniendo los medios técnicos necesarios para que puedan producirse las nuevas adhesiones (*vid.* F. GALGANO, *Il negozio giuridico*, Milano, 1988, p. 75 y ss.).

operación jurídica de realización progresiva, es decir, una operación jurídica que va quedando ejecutada a medida que las acciones emitidas van siendo suscritas<sup>83</sup>. Consecuentemente, y según la mecánica de los contratos de adhesión, se subrayaba que la aceptación de cada uno de los suscriptores, manifestada en el acto de suscripción de un determinado número de acciones, tendría como efecto inmediato la perfección del vínculo contractual entre la sociedad y cada suscriptor, atribuyéndoles automáticamente la condición de socios *aún antes de finalizar el plazo otorgado por la sociedad para efectuar las suscripciones* y de tener, por tanto, la certeza de que la totalidad de acciones emitidas han sido suscritas por completo. Desde esta perspectiva, se sostenía que la norma sobre suscripción incompleta (art. 2439. II *Cod. civ.*) no hacía sino confirmar dicha construcción teórica, en cuanto que la obligación de la que los suscriptores no quedaban liberados (el desembolso de los dividendos pasivos) sólo podía tener como fundamento el propio contrato de sociedad y, por esta razón, sólo era exigible a aquél que ya tiene la condición de socio<sup>84</sup>.

Teniendo en cuenta estos presupuestos, las consecuencias en relación con las posibilidades de actuación de la sociedad ante una suscripción incompleta del aumento eran fáciles de imaginar: si cada una de las declaraciones de suscripción perfecciona un contrato entre sociedad emisora y suscriptor, el vínculo contractual ya surgido no sólo obliga al suscriptor a desembolsar el valor de las acciones

---

<sup>83</sup> Así, ASCARELLI, *Studi*, cit., p. 298 y ss., seguido por F. GALGANO, "Aumento di capitale solo parzialmente", cit., p. 500, también en *La società per azioni*, cit., p. 333 y en *Le società di capitali e le cooperative*, en *Diritto civile e commerciale*, vol 3º (*L'impresa e le società*), t. II, Padova, 1990, p. 331-333; E. MASCHIO, "Mancata sottoscrizione di tutto el capitale deliberato e prestesa cancellazione dell'iscrizione" *Il Dir. fall.*, 1976, II, p. 249 y ss (por lo que parece); R. CAVALLO BORGIA, *op. cit.*, p.188. En la misma línea, la sentencia del Tribunal de Génova de 23 de febrero de 1976 (*Giur. Comm.*, 1976, I, p.485 ss.). Esta construcción fue defendida por estos autores tanto si los suscriptores eran terceros como si eran antiguos accionistas, dado que al ampliar estos últimos la base de su participación con la adquisición de nuevas acciones se extiende correlativamente el vínculo que les une al contrato plurilateral de sociedad.

<sup>84</sup> La consideración de que la adquisición de la cualidad de accionista tiene lugar en el momento mismo de la suscripción y desembolso del importe mínimo inicial (art. 2439 I *Cod. civ.*), llevaba aparejado —para algunos— el reconocimiento de la legitimación para el ejercicio de los derechos de socio aún antes de finalizar el periodo de suscripción e inscribir el aumento del capital en el Registro, incluido el derecho de voto en la Junta General que pudiera eventualmente celebrarse antes del fin de dicho periodo (así, F. GALGANO, "Aumento di capitale solo parzialmente eseguito", cit., p. 506; A. PESCE, "Diritto di voto in pendenza di aumento di capitale" *Riv. Soc.*, 1957, p. 696-703).

suscritas, sino que constituye un freno a la posibilidad de que la sociedad decida, mediante un nuevo acuerdo de renuncia, revocar unilateralmente el acuerdo de aumento por causa de suscripción incompleta. El derecho a la conservación de la condición de socio ya adquirida en el momento mismo de la suscripción impediría que un acuerdo mayoritario dejara *ex post* sin efecto el aumento del capital ya suscrito basándose simplemente en la falta de cobertura total del mismo<sup>85</sup>.

b) La cifra del aumento del capital, aunque forma parte del contenido mínimo del acuerdo de aumento (elemento necesario del acuerdo), *no* constituye, por lo general, un *elemento esencial* de la propuesta contractual representada por el mismo. Dicho de otro modo, la cifra global de la ampliación, a menos que la sociedad manifieste explícitamente lo contrario, no es determinante de la voluntad social expresada en el acuerdo. La cuantía de aumento acordada no es pues la cifra en la que el capital social *debe* ser aumentado, sino que representa una simple cifra máxima hasta la que el capital *puede* llegar a ampliarse. Ésto significa, a la postre, que para la sociedad que acuerda el aumento es indiferente, como regla general, que la cuantía prevista sea suscrita por completo o no, ya que el acuerdo de aumento no tiene por objeto la modificación del capital social *en la cifra fijada*, sino la mera modificabilidad *dentro de esa cifra*, ejecutándose la ampliación progresivamente a medida que las acciones suscritas van siendo

---

<sup>85</sup> A salvo quedaba la posibilidad legalmente establecida de que la sociedad hubiera dispuesto otra cosa en las condiciones del acuerdo de aumento. En opinión de los defensores de la tesis de la *escindibilidad*, esta opción legal significaba que la sociedad podía introducir una reserva en el acuerdo de aumento sometiendo la eficacia del aumento y, correlativamente, la de cada contrato de suscripción a la condición *suspensiva* de que la emisión sea colocada por completo. Sólo en tal supuesto, la eficacia del vínculo contractual derivado de la suscripción y la adquisición de la condición de accionista quedarían demoradas a la constatación de la íntegra suscripción del aumento una vez finalizado el período de suscripción. La falta de cumplimiento de la condición tendría como consecuencia ineludible que la sociedad, por una parte, *no podría* considerar ejecutado el aumento parcial, y que los suscriptores, por otra, tendrían derecho a la restitución del desembolso realizado. Pero también se consideraba admisible una disposición por la cual la sociedad se reservara la facultad de aceptar o rechazar un aumento sólo parcial. Una reserva de tal naturaleza es claramente más favorable para los intereses sociales, al otorgar a la sociedad la posibilidad de valorar "a posteriori", es decir, obtenidos ya los resultados y demás datos de la operación, si la cuantía alcanzada sirve para lograr el fin en atención al cual fue diseñada la ampliación o si, al menos, puede ser útil para otros objetivos paralelos (así, F. GALGANO, "Aumento di capitale solo parzialmente eseguito", *cit.*, p. 505).

suscritas<sup>86</sup>.

### b)' La tesis de la *inescindibilidad*

El tenor literal de la norma sobre suscripción incompleta y los argumentos esgrimidos en favor del carácter *escindible* del aumento del capital no fueron óbice, sin embargo, para que un amplio sector de la doctrina italiana intentara todavía defender la configuración del aumento del capital como una operación jurídica *inescindible* o *indivisible*. La idea de base que sustentaba esta última tesis giraba en torno a la ausencia de interés de la sociedad, en principio, en la realización de un aumento suscrito en una cifra menor que la acordada. Por esta razón, con independencia de la Ley estableciera expresamente la sujeción de los suscriptores al cumplimiento de las obligaciones contraídas con la declaración de suscripción incluso a pesar de la falta de íntegra suscripción del aumento (art. 2439 II *Cod. civ.*), la sociedad era todavía libre para decidir, mediante un nuevo acuerdo sucesivo a la verificación de la suscripción incompleta, sobre la aceptación o no del aumento parcial, devolviendo, en este último caso, las aportaciones realizadas por los suscriptores y dejando sin efecto el acuerdo de aumento. La *inescindibilidad* del aumento operaba, así, sólo en interés de la propia sociedad —la cuál no sólo estaba legitimada para decidir anticipadamente sobre el carácter *escindible* o *inescindible* del aumento en previsión a una eventual suscripción incompleta—, sino que, además, y en caso de que nada hubiera previsto al respecto, podía también decidir sobre esta cuestión una vez cerrado el plazo para suscribir el aumento<sup>87</sup>. Se entendía, en consecuencia, que a

---

<sup>86</sup> GALGANO, "Aumento di capitale solo parzialmente eseguito", *cit.*, p. 502; MASCHIO, "Mancata sottoscrizione", *cit.*, p.253.

<sup>87</sup> Entre otros compartían esta tesis C. GRASSETTI, "Diritto di voto in pendenza di aumento di capitale", *Riv. Dir. Comm.*, 1953, I, p. 52; también en "Questioni sull'aumento di capitale non integralmente sottoscritto" *Giur. Comm.*, 1976, II, p. 486-490; A. GIULIANI, "Questioni in tema di opzione e di conferimenti in natura per aumento di capitale nelle società azionarie", *Riv. Not.*, 1957, p. 681-683; F. FERRARA, jr. *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1962, p. 486; también en "Deliberazione complessa in tema di aumento di capitale", *Riv. Soc.*, 1963, p. 282-283; A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, 5ª ed., Napoli, 1963, p. 308; CHIOMENTI, *La revoca*, *cit.*, p. 164 y ss.; G. FRÈ, *Società per azioni*, en Scialoja/Branca (eds.), *Comentario del Codice Civile*, Libro V, 4ª ed., Bologna-Roma, 1972, p. 721-724; G. TANTINI, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nella società per azioni*, *cit.*, p. 251 y ss.; también en *Capitale e patrimonio nella società per azioni*,

salvo de aquella previsión expresa, una vez finalizado el plazo otorgado para la suscripción y comprobada la falta de íntegra suscripción de la emisión, los administradores no se encontraban facultados para presentar en el Registro los documentos acreditativos de la ejecución del aumento por la cifra suscrita, sino que debían convocar una nueva Junta General a fin de decidir la solución más conforme al interés social según los resultados de la suscripción, no pudiendo practicarse la inscripción hasta que esta Junta General sucesiva hubiera acordado llevar a efecto el aumento parcial<sup>88</sup>.

Los argumentos que sustentaban esta opinión eran, básicamente, los siguientes:

a) El aumento del capital social constituye una operación jurídica realizada esencial y principalmente en interés de la sociedad. Esto significa que con

---

Padova, 1980, p. 153-160; F. BONELLI, "Aumento di capitale, sottoscrizione parziale e responsabilità degli amministratori", *Giur. Comm.*, 1976, II, p. 490-499; PELLIZZI, "Nota sulla sottoscrizione parziale", *cit.*, p. 1245-1266; MARCHETTI, "Problemi in tema di aumento di capitale", *cit.*, p. 94 y ss.; U. BELVISO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle s.p.a.*, *cit.*, p. 98 y p. 113 y ss.; RIVOLTA, "Profili della nuova disciplina del diritto di opzione", *cit.*, p. 527 y ss.; G. TARANTINO, "Aumento non integralmente sottoscritto", en L. Buttaro/A. Patroni Griffi, *La Seconda Direttiva CEE in materia societaria*, Milano, 1984, p. 610 y ss.

<sup>88</sup> Esta decisión podía ser adoptada también por el propio órgano de administración en el caso de aumento de capital autorizado, pues la facultad para decidir sobre este asunto debe presumirse en este caso de delegación (entre otros, FERRARA jr., *Gli imprenditori*, *cit.*, p. 486). Por el contrario, no parecía suficiente para atribuir dicha facultad a los administradores el supuesto de delegación de la ejecución de un aumento acordado por la propia Junta (C. GRASSETTI, "Questioni sull'aumento di capitale non integralmente sottoscritto", *Giur. Comm.*, 1976, II, p. 488; G. BARALIS/ P. BOERO, "Rapporti tra soci e società in sede di aumento di capitale di s.r.l. e contrattualismo ingenuo", *Riv. not.*, 1984, IV, p. 965). En cualquier caso, el acuerdo de la Junta no aceptando la eficacia del aumento parcial no constituía un acuerdo de reducción del capital, dado que el aumento previamente acordado no había llegado a perfeccionarse (G. BARALIS/P. BOERO, *op. cit.*, p. 965). Consecuentemente, se entendía, además, que los suscriptores de las nuevas acciones emitidas en ejecución del aumento carecían de derecho de voto en esta segunda Junta, puesto que la cuestión a decidir era, precisamente, la eficacia o ineficacia de las nuevas suscripciones, es decir, "si a las nuevas suscripciones corresponderán o no acciones de nueva emisión" (GRASSETTI, "Questioni sull'aumento", *cit.*, p. 489). Frente a los defensores de la tesis de la *escindibilidad*, la condición de socio no podía considerarse adquirida en el momento mismo de la suscripción, sino sólo una vez que se hubiera comprobado la completa cobertura de la emisión o se hubiera producido la aceptación del aumento parcial por virtud de un nuevo acuerdo (BONELLI, "Aumento di capitale", *cit.*, p. 492-494; MARCHETTI, en "Problemi in temi di aumento", *cit.* p. 94; BELVISO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle s.p.a.*, *cit.*, p. 113; en el mismo sentido la sentencia del Tribunal de Génova de 22 de abril de 1975 (*Dir. Fall.*, 1976, II, p. 250 y ss.) y la sentencia de la Corte de Casación de 18 de octubre de 1982 (*Dir. Fall.*, 1983, II, p. 98 y ss.).



independencia de la salvaguarda de los derechos de los accionistas, el interés que preside todas las fases de la operación societaria de aumento del capital no es otro que el mismo interés social, manifestado, entre otros aspectos, en la propia decisión de ampliar el capital frente a la obtención de financiación a través de otros posibles recursos financieros y en la fijación de una cifra concreta de capital en el acuerdo de aumento mediante la cual la sociedad espera alcanzar un determinado objetivo. El aumento de capital en la cuantía acordada sirve, así, en la mayoría de los casos para proveer a la sociedad de aquellos fondos patrimoniales que —a propuesta de los administradores— se consideran necesarios o, al menos, aconsejables para desarrollar o continuar la explotación del objeto social.

Sobre esta base, los defensores de la *inescindibilidad* del aumento sostenían que ante una suscripción parcial de la emisión sólo a la sociedad le corresponde la tarea de valorar si el aumento parcial —limitado a la cuantía efectivamente suscrita— puede continuar sirviendo al concreto interés que motivó la puesta en marcha del proceso de ampliación del capital. Conforme a esta idea, salvo que la sociedad ya hubiera decidido sobre la cuestión en el momento de adoptar el acuerdo de aumento, debía reconocerse a su favor la oportunidad de renunciar, mediante un nuevo acuerdo, a la eficacia de la operación de aumento en caso de que la cuantía suscrita sea insuficiente para lograr adecuadamente aquel objetivo. No se ocultaba, sin embargo, que el interés social en el marco del aumento del capital parcialmente suscrito podía entrar en conflicto con el interés privado de los suscriptores. Este conflicto tendría lugar cuando el objetivo principal que animó a los suscriptores a participar en la operación hubiera sido el de adquirir la condición de socio o el de incrementar la participación en la sociedad. En este caso, un aumento incompleto también basta a los fines de lograr aquel objetivo, de manera que a los suscriptores podría interesarles el mantenimiento de la eficacia del aumento por la parte suscrita a pesar que no llegó a cubrirse el total acordado. Ante este hipotético conflicto de intereses, la Ley (art. 2439. II *Cod. civ.*) habría optado claramente por subordinar el interés particular de los suscriptores frente a la tutela preferente del interés social, manteniéndoles vinculados al cumplimiento de las obligaciones contraídas con la

suscripción hasta que la sociedad decida aceptar o rechazar la eficacia del aumento incompleto<sup>89</sup>.

b) El argumento de la necesidad de defender con preferencia el interés social en el caso de que el aumento del capital no hubiera sido íntegramente suscrito aparecía complementado, de nuevo, con la alusión a la naturaleza contractual presente en la operación de aumento del capital cuando ésta se efectúa con emisión de nuevas acciones con cargo a nuevas aportaciones. Dentro de este marco contractual, el acuerdo de aumento era considerado generalizadamente como una oferta contractual y la suscripción de las acciones emitidas como la aceptación de la propuesta implícita en dicho acuerdo. No obstante, a pesar de la coincidencia de criterios en cuanto a la inclusión del aumento del capital en el ámbito contractual, el anterior esquema teórico de la oferta y la aceptación fue utilizado de diferente manera a fin de defender el carácter *inescindible* del aumento del capital.

Para unos, los actos de emisión y suscripción de las acciones respondían al esquema típico de la perfección del contrato a través del cruce de la oferta y la aceptación. En este sentido, cada una de las declaraciones de suscripción daba lugar a la perfección de un contrato en cierta medida autónomo entre la sociedad y cada suscriptor. Sobre esta base, retomando algunas de las opiniones ya sostenidas antes de la entrada en vigor del *Codice civile* de 1942, la *inescindibilidad* del aumento se encontraba fundamentada en el sometimiento de la eficacia de la oferta contractual (el acuerdo de aumento) a la condición, bien suspensiva<sup>90</sup>, o bien resolutoria<sup>91</sup>, de la íntegra suscripción de las acciones emitidas. Ahora bien, la condición de la completa suscripción del aumento constituía una condición establecida *ex lege* en *interés exclusivo de la sociedad*.

---

<sup>89</sup> Compartiendo estas ideas, especialmente, PELLIZZI, "Nota sulla sottoscrizione parziale", *cit.*, p. 1250 y ss.; CHIOMENTI, *La revoca*, *cit.*, p. 168 y ss.; FRÈ, *La società per azioni*, *cit.*, p. 724; TANTINI, *Capitale e patrimonio*, *cit.*, p. 155 y ss.; *vid.* también la sentencia de la Corte de Casación de 18 de octubre de 1982, *cit.*, p. 98 y ss.)

<sup>90</sup> TANTINI, *Le modificazioni*, *cit.*, p. 251 y ss.

<sup>91</sup> PELLIZZI, "Nota sulla sottoscrizione parziale", *cit.*, p. 1255 y ss.

Por esta razón, la falta de cumplimiento de la condición suspensiva, o el cumplimiento de la resolutoria, esto es, la verificación de la suscripción incompleta, no llevaba aparejado el efecto normal de disolver el vínculo contractual previamente perfeccionado y de liberar a los contratantes de las obligaciones asumidas. Por el contrario, la Ley (art. 2439.II *Cod. civ.*) habría optado por derogar en este caso concreto los principios generales en materia de obligaciones condicionadas, manteniendo vinculados a los suscriptores hasta que la sociedad decidiera entre aceptar las consecuencias normales derivadas de aquel condicionamiento —la ineficacia del aumento— o conservar la eficacia del aumento en la medida de las suscripciones realizadas<sup>92</sup>.

Para otros, en cambio, la teoría de la perfección del negocio a través del cruce entre oferta y aceptación precisaba de ciertos matices para ser aplicada al supuesto peculiar de la operación de aumento del capital. Así, se subrayaba que, configurado el ofrecimiento de las nuevas acciones a los eventuales suscriptores como una oferta contractual, los singulares actos de suscripción no podían ser comprendidos como declaraciones de aceptación que en sí mismas y de forma aislada dieran lugar a la perfección otros tantos contratos independientes entre sociedad y suscriptores. Por el contrario, a la declaración de suscripción efectuada por cada suscriptor simplemente debía otorgársele la función de concurrir junto con las demás a la formación de la auténtica aceptación contractual, que sólo se tendría por verificada cuando el conjunto de

---

<sup>92</sup> *Vid.* la sentencia de la Corte de Casación de 18 de octubre de 1982, *cit.*, p. 102, a tenor de la cual "si la condición no se realiza, en derogación de la ineficacia del contrato que se produciría según los principios (generales), el artículo 2439. II mantiene la obligatoriedad del vínculo para los suscriptores en atención a la tutela del interés de la sociedad en relación con un aumento parcial". Esta interpretación de la norma sobre suscripción incompleta fue sometida a algunas críticas. Por un lado, se alegó en su contra que la referida construcción "descompone el aumento de capital en negocios autónomos no destinados a encontrarse: el acuerdo de aumento, como negocio jurídico sometido a condición; las singulares suscripciones como actos jurídicos integrantes del evento en que la condición consiste" (GALGANO, "Aumento di capitale solo parzialmente eseguito", *cit.*, p. 503; F. CHIAPPETTA, "L'aumento del capitale sociale, l'efficacia delle sottoscrizioni ed il 'procedimento' come forma dell'azione sociale", *Riv. Dir. Comm.*, 1992, p. 602, nota 14). Por otro lado, se sostuvo que "no es posible sostener que el art. 2439.II prevea una figura de condición que opera sólo en interés de la sociedad, porque la condición, como elemento del negocio, opera siempre sobre todo el negocio y, por ello, sobre la posición de cada una de las partes" (CHIOMENTI, *La revoca*, *cit.*, p. 170, nota 11). En análogo sentido, *vid.* GALGANO, *La società per azioni*, *cit.*, p. 336 y ss.

suscripciones realizadas hubiera sido suficiente para absorber la totalidad de las acciones emitidas alcanzándose, así, la cifra de capital prevista en el acuerdo de aumento. Conforme a este planteamiento, se consideró que la operación de aumento no es otra cosa que un negocio complejo de formación sucesiva que sólo quedaría concluido o perfeccionado cuando por virtud de esa *aceptación colectiva* se hubiera logrado la suscripción completa de la emisión.

Esta última construcción sirvió para negar que el carácter *inescindible* del aumento del capital pudiera estar fundado en la consideración de la íntegra suscripción como una condición de eficacia (del acuerdo de aumento o cada uno de los actos de suscripción) dispuesta legalmente al servicio exclusivo del interés social. La suscripción incompleta del aumento sólo podía significar la falta de conformidad de la aceptación contractual —integrada por el conjunto de las declaraciones de suscripción efectuadas— con uno de los elementos integrantes del contenido de la propuesta contractual realizada por la sociedad: la cuantía del aumento de capital acordada. Así, hasta el momento en que finalice el período de suscripción y se contabilicen las suscripciones efectuadas no podrá saberse si la aceptación de los suscriptores es una aceptación conforme (por suscripción completa) o no conforme (suscripción incompleta). Es este último caso, la sociedad oferente deberá, mediante un nuevo acuerdo, decidir sobre la aceptación o no de la contraoferta representada por un aumento en la cuantía inferior de que se trate, ya que, una aceptación no conforme a la oferta, además de impedir la conclusión del contrato, no vincula al proponente (la sociedad), sino que se convierte en una *contraoferta* (irrevocable) que el originario oferente es libre de aceptar o no<sup>93</sup>.

#### **2.2.1.2. El Derecho francés: la opción legal a favor de la *inescindibilidad* del aumento del capital**

La solución de la *escindibilidad* del aumento como respuesta al problema de la falta de íntegra suscripción no fue la única vigente en el ámbito legislativo

---

<sup>93</sup> Vid. estas consideraciones, principalmente, en CHIOMENTI, *La revoca*, cit., p. 166 y ss.

europeo antes de la elaboración de la Segunda Directiva. Este modelo de solución que, no obstante las distintas interpretaciones doctrinales, podía considerarse incorporado por el Derecho italiano como régimen general y que constituyó el modelo pionero en la regulación legal del tema, no fue seguido, sin embargo, por el otro —y único— Estado que se animó a elaborar una norma específica sobre las consecuencias de la incompleta suscripción del aumento del capital. En efecto, con la aprobación de la Ley de Sociedades Comerciales de 24 de julio de 1966 el legislador francés se ocupa por primera vez de esta cuestión, dictando una norma específica que establecía una solución radicalmente contraria a la que se encontraba vigente en el ordenamiento italiano. El artículo 185 de la citada Ley indicaba en este sentido:

“Si les souscriptions à titre préférentiel et les attributions faites en vertu de souscriptions à titre réductible n'ont pas absorbé la totalité de l'augmentation du capital, le solde est réparti par le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, si l'assemblée générale extraordinaire n'en a pas décidé autrement. A défaut, l'augmentation du capital n'est pas réalisée”.

Como puede observarse, la norma transcrita incorporaba claramente la opción en favor de la *inescindibilidad* del aumento en caso de suscripción incompleta: si el total de las acciones emitidas no hubiera podido ser absorbido por las solicitudes de suscripción realizadas en ejercicio del derecho de suscripción preferente (suscripciones a título irreductible —art. 183 de la citada Ley de 1966—) y por las efectuadas en la “segunda vuelta” por parte de aquéllos que ejercitaron este derecho (suscripciones a título reductible —art. 184 LSC de la Ley de 1966—), los administradores podían todavía intentar colocar, salvo decisión contraria de la Junta, las acciones no suscritas. En caso de que los administradores no hubieran logrado la colocación de las acciones sobrantes o de que la Junta no hubiera autorizado dicha colocación, la Ley declaraba la ineficacia total del aumento incompleto.

Esta solución por la que optó el legislador francés contrastaba en doble sentido con las soluciones precedentes. Por un lado, es evidente que contrastaba abiertamente con el modelo seguido por la única norma legal sobre la falta de

íntegra suscripción del aumento que existía en el ámbito europeo, ya que —según ha de recordarse— el Derecho italiano establecía, como regla general, la sujeción de los suscriptores al cumplimiento de las obligaciones derivadas de la suscripción y la consiguiente eficacia de las suscripciones realizadas ante la falta de disposición previa de la sociedad en contrario. Por otro, contrastaba también con la solución que con anterioridad había propuesto la propia doctrina francesa ante la ausencia de regulación del problema en la Ley de Sociedades por Acciones de 24 de julio de 1867. En la etapa previa a la Ley de Sociedades Comerciales de 24 de julio de 1966 la doctrina había venido sosteniendo que debido a las indeseables consecuencias que para los intereses sociales podía acarrear la ineficacia total del aumento del capital en caso de suscripción incompleta, esta solución habría de actuar sólo como regla general, facultando a la sociedad para decidir llevar a efecto el aumento en la cifra representada por las acciones suscritas. Así, y siempre que a los eventuales suscriptores se les hubiera informado previamente de esta posibilidad, la Junta General —o incluso el órgano de administración en caso de delegación expresa de la Junta— podía decidir por mayoría tras el cierre del plazo de suscripción ajustar la cuantía del aumento a la medida de las suscripciones efectuadas<sup>94</sup>. Frente a estas dos

---

<sup>94</sup> La exigencia de informar a los futuros suscriptores sobre la posibilidad de que finalmente el aumento del capital pudiera verse reducido a la cuantía suscrita en caso de suscripción incompleta de la cifra acordada se justificaba en la necesidad de proteger los intereses de aquéllos, que, en principio, suscriben bajo la condición implícita de que el capital será aumentado en la cifra acordada y no en una inferior (LACOUR/BOUTERON, *Précis de Droit Commercial*, cit., p. 456, nota 1: "lorsque la société a annoncé l'émission d'un capital déterminé, si ce capital n'est pas couvert, les souscripteurs en sont pas liés, la condition à la quelle leur engagement était subordonné faisant défaut"; LYON-CAEN/RENAULT, *Traité de Droit Commercial*, cit., p. 31 y ss.: "chaque souscription est subordonnée à la condition que le capital sera entièrement couvert par des souscriptions, de telle sorte que, si cette condition n'est pas remplie, chaque souscripteur est réputé n'avoir jamais été obligé et peut même se faire restituer sa mise" (p. 39). A fin de destruir esa condición implícita y de que los eventuales suscriptores pudieran tomar la decisión de suscribir "con pleno conocimiento de causa" se hacía preciso que la limitación del aumento a la cifra efectivamente suscrita se hiciera, bien sobre la base de una previsión estatutaria que autorizara a la Junta a tener por eficaz un posible aumento incompleto, o bien mediante una previsión en el acuerdo de aumento por la que la Junta se hubiera reservado la posibilidad de decidir en uno u otro sentido, exigiéndose, en ambos casos, que esta previsión se incluyera como parte del contenido de los boletines de suscripción y del folleto informativo del aumento (así, ROUSSEAU, *Traité*, cit., t. I, p. 532 y p. 823; HOUPIN/ BOSVIEUX, *Traité général Théorique et Pratique*, cit., p. 38; LYON-CAEN/RENAULT, *Traité de Droit Commercial*, cit., t. II, p. 420; L. RETAIL, *Administration et gestion des sociétés commerciales*, II, Paris, 1948, p. 131; A. MOREAU, *La société anonyme*, I, cit., p. 648; J. ESCARRA, *Cours de droit commercial*, Paris, 1952, p. 426 y ss.). No obstante, algunos denunciaron el "efecto psicológico nefasto" que podía conllevar la incorporación de una cláusula en los boletines de suscripción previendo la eficacia de las

posibilidades, la Ley de 1966 (art. 185) optó por otorgar al aumento del capital un carácter inescindible como *solución única*, manteniendo silencio sobre la posibilidad de que la sociedad pudiera exceptuar la regla legal decidiendo tener por eficaz el aumento del capital no cubierto por completo<sup>95</sup>. Este silencio fue interpretado, además, en su sentido más restrictivo por parte de la doctrina, que negó que conforme al tenor de la norma la Junta general o los administradores pudieran decidir dar eficacia el aumento en la cuantía limitada a las suscripciones efectuadas, incluso cuando se hubiera informado previamente a los suscriptores sobre dicha posibilidad<sup>96</sup>.

---

suscripciones en caso de suscripción incompleta del aumento (J. NOIREL, "Commentaire sous l'arrêt Cour d'appel de Paris de 19-3-1957", *Rev. Soc.*, 1958, II, p. 145-146).

La tesis del sometimiento de las declaraciones de suscripción a la condición tácita de la suscripción íntegra de la emisión era también aquí el resultado de la aplicación analógica al aumento del capital de las reglas establecidas para la constitución de la sociedad. El principio de la íntegra suscripción del capital social (art. 1 de la Ley de 1867) era interpretado como una condición de eficacia de las suscripciones en el momento constitutivo de la sociedad, dado que la cifra de capital proyectada es uno de los elementos esenciales tenido en cuenta por cada uno de los suscriptores al emitir su consentimiento de adhesión a los Estatutos de la sociedad. Se sostuvo, así, que la suscripción total del capital proyectado era una exigencia legal establecida tanto en interés de los futuros acreedores, como en interés de los futuros socios, que han otorgado su adhesión al pacto social bajo la condición implícita de que los fundadores lograrían reunir los fondos que habían estimado indispensables para la consecución del objeto social. Por esta razón, la causa del origen del compromiso de los suscriptores debía decaer si el capital social no resultaba suscrito íntegramente (entre otros, LACOUR/BOUTERON, *Précis de Droit Commercial*, cit., p. 327-328; ESCARRA/ESCARRA/RAULT, *Traité théorique et pratique*, cit., p. 73.; P. PIC/J. KREHER, *Des Sociétés Commerciales*, II, en *Traité Général théorique et pratique de Droit Commercial*, Paris, 1948, p. 215 y ss.; DUBRUJEAUD, "Le contrat", cit., p. 8 y ss.)

<sup>95</sup> Pronto se produjo una quiebra en la rígida solución de la *inescindibilidad* prevista en el artículo 185 de la Ley de Sociedades Comerciales de 1966. Por virtud de la de la Ley de 27 de diciembre de 1973 se incorporó a la Ley de Sociedades Comerciales de 1966 una nueva sección dirigida a regular la emisión y adquisición en bolsa de acciones reservada a los trabajadores. En esta sección se introdujo un precepto (art. 208-13, en la actualidad art. L. 225-191 del *Code de Commerce* de 2000) a fin de dar respuesta a los casos opuestos de sobresuscripción y de suscripción incompleta en aumentos de capital reservados exclusivamente a los trabajadores. En relación con este último supuesto, la norma preveía que si los trabajadores no han suscrito en el plazo previsto la totalidad del aumento del capital, éste sería realizado por el importe de las suscripciones efectuadas, sin posibilidad de que la sociedad estableciera otra solución distinta.

<sup>96</sup> Entre otros, R. RIPERT, *Traité élémentaire de droit commercial*, I, Paris, 1968, p. 777; M. DE JUGLART/B. IPPOLITO, *Cours de droit commercial*, II, Paris, 1969, p. 487-488; H. HAMEL/G. LAGARDE/A. JAUFFRET, *Droit commercial*, 2ª ed., Paris, 1980, p. 525; J. DENECKER, "La deuxième directive du Conseil des Communautés Européennes relative à la constitution de la société anonyme, au maintien et aux modifications de son capital", *Rev. Soc.*, 1977, IV, p. 676; Y. GUYON, "La mise en harmonie du droit français des sociétés avec la Directive des Communautés Européennes sur le capital social", *J.C.P.* ed E., 1982, I, p. 3067.

El texto del artículo 185 LSC ofrecía todavía una lectura que no fue, sin embargo, acogida por la doctrina francesa. Este precepto establecía que las acciones no suscritas por los accionistas a

Este rigor de la norma francesa parecía estar justificado en la necesidad de proteger los intereses de los suscriptores de las nuevas acciones, que se suponía que habían suscrito confiando en que el aumento del capital ser realizaría por la cantidad total acordada<sup>97</sup>. No obstante, a pesar de que la nueva regulación aportaba la deseable certidumbre a la solución del problema, la incorporación de esta nueva medida no estuvo exenta de polémica. En el curso de los debates parlamentarios mantenidos durante el proceso de elaboración de la Ley de Sociedades Comerciales de 1966, la Comisión de Leyes de la Asamblea Nacional propuso una enmienda dirigida a mantener la facultad de la Junta general extraordinaria para decidir que el aumento del capital pudiese ser realizado por la cantidad que representaran las acciones suscritas si éstas llegaba a alcanzar una determinada cifra mínima fijada por la misma asamblea. En concreto, la Comisión había propuesto sustituir la redacción de la última frase del artículo 185 de la Ley de Sociedades Comerciales ("*à défaut, l'augmentation du capital n'est pas réalisée*") en los siguientes términos: "*à défaut de souscription de la totalité de son montant, l'augmentation du capital n'est pas réalisée, à moins que l'assemblée générale n'en ait décidé autrement*". Esta medida sustitutoria propuesta por la Comisión de la Asamblea Nacional era considerada conveniente a los efectos de facilitar la captación de financiación por las pequeñas y medianas sociedades que no se benefician del mercado de capitales. No obstante, el Gobierno se opuso a esta solución más flexible al considerar que la fórmula del aumento "elástico" del capital no constituía una disposición afortunada en el plano financiero, puesto que una norma sobre la suscripción incompleta del aumento del capital sólo adquiriría sentido respecto de las sociedades que hacen apelación al ahorro público, en las que el riesgo de que la ampliación del capital no fuera íntegramente suscrita constituía un riesgo real. En este contexto, se consideró que cuando alguien se decide a suscribir en el marco de una operación de ampliación del capital lo hace normalmente en espera de que la ampliación alcance la cifra anunciada, de modo que no sería cierto que la decisión de suscribir se hubiera adoptado también de haber sabido que el

---

título irreductible y reductible serían repartidas por el Consejo de administración o por el Directorio si la asamblea general extraordinaria "*n'en a pas décidé autrement*", silenciando cuál podría ser el contenido de esta eventual decisión de la asamblea. Sobre esta base, la asamblea, en el acuerdo de aumento, podía decidir sobre el destino de las posibles acciones sobrantes, evitando así la intervención del órgano de administración al respecto. Pero, además, no parecía haber obstáculo, en principio, para admitir que la asamblea pudiera decidir que la operación de aumento se realizara por la parte finalmente suscrita. De esta manera, la expresión "*a défaut, l'augmentation du capital n'est pas réalisée*" se convertiría en la consecuencia residual de un aumento suscrito sólo en parte cuando no han podido encontrarse suscriptores para las acciones sobrantes y, además, la asamblea general no hubiera previsto la eficacia del aumento incompleto (*vid.* D. GERRY, "Le régime des augmentations du capital en numéraire après la Loi n° 83-1 du 3 janvier 1983", *Rev. Soc.*, 1983, p. 277).

<sup>97</sup> Así, además de la ya literatura citada, *vid.*, entre otros, A. LE FÈVRE, "La traduction en droit français des sociétés commerciales de la 2ª Directive du Conseil des Communautés Économiques Européennes: la Loi n° 81-1162 du 30 décembre 1981 et le Décret n° 82-460 du 2 juin 1982", *Rev. Soc.*, 1982, IV, p. 454; P. BALZARINI, "L'attuazione in Francia della Seconda Direttiva CEE", *Riv. Soc.*, 1982, II, p. 964; GUYON, "La mise en harmonie", *cit.*, p. 3067.



aumento del capital no se llevaría a efecto en su totalidad, sino sólo en parte. Ésta parece ser la razón por la que el texto más rígido fue el aprobado finalmente<sup>98</sup>.

### **2.2.2. Sistemas jurídicos carentes de regulación legal sobre la suscripción incompleta del aumento del capital**

Dejando de lado los Derechos italiano y francés, no existía en el Derecho europeo precedente a la Segunda Directiva ninguna otra norma legal que de manera específica contemplara el problema de la suscripción incompleta del aumento del capital social. Sólo el Derecho alemán, en el marco de la regulación de la sociedad de responsabilidad limitada, contenía un precepto que de una forma indirecta se refería a la falta de cobertura del aumento acordado. A pesar de la falta de reconocimiento legal, el examen de la literatura jurídica muestra que el problema no fue totalmente desconocido en el ámbito doctrinal. Aún así, se advierte que el interés suscitado por esta cuestión fue en estos sistemas jurídicos sensiblemente inferior a la atención recibida en aquellos otros donde la solución había adquirido rango legal.

#### **2.2.2.1. El Derecho alemán**

1. Dentro de los Estados que carecían de normas sobre la suscripción incompleta del aumento del capital es representativo el tratamiento que el tema recibió por parte de la doctrina alemana, debido, especialmente, a la influencia que se deja sentir en la solución que adoptó posteriormente la Segunda Directiva. Hay que tener en cuenta, sin embargo, que ya los autores alemanes advertían que en el ámbito de la sociedad anónima la discusión sobre la eficacia de los aumentos incompletos por falta de íntegra suscripción perdía gran parte de su interés práctico, dado el recurso generalizado a los bancos o consorcios de emisión que estas sociedades efectuaban con intención de facilitar, agilizar, y, sobre todo, asegurar la ejecución del aumento del capital. En la gran mayoría de

---

<sup>98</sup> Vid. al respecto, M. HAMIAUT, *La Réforme des Sociétés Commerciales*, II, Paris, 1966, p. 160; R. TROUILLARD, *Le droit nouveau des sociétés commerciales*, Paris, 1967, p. 412.

los casos la función de los Bancos no se limitaba sólo a gestionar la colocación de las acciones, sino que normalmente suscribían la totalidad del aumento con posterior ofrecimiento a los antiguos socios o al público en general, de modo que desde el mismo momento de la celebración del contrato de suscripción entre la sociedad emisora y el Banco o consorcio de emisión el aumento del capital podía entenderse ejecutado<sup>99</sup>. En consecuencia, el problema de la falta íntegra suscripción del aumento del capital quedaba reducido casi siempre en su aspecto práctico a operaciones de pequeña importancia económica, a las realizadas por sociedades anónimas familiares, o a aumentos de capital efectuados por sociedades de responsabilidad limitada. Estas últimas no acostumbraban a solicitar la intervención de los bancos para este tipo de operaciones, y, aunque en muchas ocasiones el aumento se articulaba sobre la base de acuerdos o convenios previos con antiguos socios o con terceros con los que se pretendía asegurar su ejecución, estos convenios, por un lado, no se efectuaban en todos los casos y, por otro, podían ser eventualmente incumplidos. Así, se consideraba que en las sociedades de responsabilidad limitada no era del todo extraño que aumentos válidamente acordados no llegaran a ser ejecutados con éxito<sup>100</sup>.

2. Si bien el Derecho alemán no regulaba específicamente la suscripción incompleta del aumento, en la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada (GmbHG) de 1892 se encontraba presente una norma que fue pronto utilizada como punto de referencia para resolver esta cuestión. La norma no contemplaba en sí de manera directa el problema de la falta de la íntegra suscripción del aumento, sino que únicamente se limitaba a exigir la cobertura del aumento acordado mediante la asunción de las participaciones sociales antes de presentar el aumento a inscripción en el Registro Mercantil. El § 57.1 GmbHG establecía

---

<sup>99</sup> Esta parece ser, al menos en las *Publikumsgesellschaften*, la práctica habitual en Alemania en el período que en este momento analizamos (así, *vid.* R. FISCHER, en W. GADOW/E. HEINICHEN y otros, *Aktiengesetz Grosskommentar*, 2ª ed., Berlin, 1965, § 149, marginal 4, p. 24; A. BAUMBACH/A. HUECK, *Aktiengesetz*, 13ª ed., München, 1968, § 182, marginal 3, p. 610 y § 186, marginal 18, p. 622; H. WIEDEMANN, en C. H. BARZ/U. KLUG y otros, *Aktiengesetz Grosskommentar*, III, §§ 179-290, 3ª ed., Berlin, 1973, § 182, marginal 7, p. 41 y § 186, marginal 1, p. 69 y marginal 15, p. 83).

<sup>100</sup> LUTTER, "Gescheiterte Kapitalerhöhungen", *cit.*, p. 207-208.

que:

“Die beschlossene Erhöhung des Stammkapitals ist zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden, nachdem das erhöhte Kapital durch Übernahme von Stammeinlagen gedeckt ist.”

Al amparo de esta norma, los comentaristas de la Ley de sociedades limitadas sostuvieron que la falta de cobertura de la cifra del aumento constituía un impedimento para la inscripción del mismo en el Registro Mercantil, por lo que, teniendo en cuenta el carácter constitutivo de la inscripción (§ 54.3 GmbHG), un aumento incompleto por falta de íntegra asunción carecía de toda eficacia jurídica<sup>101</sup>.

A pesar de que la regulación legal de la sociedad anónima no incorporaba una norma semejante a la anteriormente transcrita (*vid.* AktG de 1937 y AktG de 1965), la interpretación que se hizo de ella se extendió a fin de responder al problema de la falta de íntegra suscripción del aumento en el marco de esta última forma social. En efecto, también aquí los autores que se ocuparon del tema subrayaban que en caso de que la cifra de aumento acordada no fuera suscrita en su totalidad la ejecución de la operación de aumento del capital no podía tener acceso al Registro, quedando sin efecto las suscripciones realizadas.

3. No obstante, y tanto en relación con la sociedad de responsabilidad como en relación con la sociedad anónima, la rotundidad de esta afirmación trató de matizarse inmediatamente ideando una fórmula que, bajo la concurrencia de determinadas circunstancias, permitiese el acceso al Registro de aumentos de capital no cubiertos totalmente, y la consiguiente eficacia del aumento incompleto. Así, se indicó que la imposibilidad de presentar válidamente para su inscripción un aumento del capital ejecutado parcialmente por causa de la suscripción/asunción incompleta de la cifra acordada sólo debía defenderse en los casos en que la cifra

---

<sup>101</sup> Por ejemplo, *vid.* W. SCHILLING, en M. Hachenburg, *GmbH-Gesetz Kommentar*, II, 6ª ed., Berlin, 1959, § 57, marginal 2, p. 383-384; F. SCHOLZ, *Kommentar zum GmbH-Gesetz*, 5ª ed., Köln-Marienburg, 1964, § 54 marginal 8 y § 57 marginales 1 y 7, quien sostenía que cada una de las declaraciones de asunción de las participaciones se encontraba sometida a la condición de la cobertura total de la cifra de aumento acordada.

de la ampliación establecida en el acuerdo de aumento fuera una cifra fija y exacta, ya que, en este supuesto, habría que presumir que la voluntad social había hecho de la misma un elemento esencial de la operación acordada, es decir, un elemento indicativo de la dimensión o volumen exacto de la ampliación del capital, que vendría a establecer la frontera por debajo de la cuál el aumento del capital debía fracasar<sup>102</sup>. Pero, con intención de evitar un fracaso no deseado de la ampliación por este motivo, la sociedad podría también limitarse a establecer en el acuerdo de aumento, bien una simple cifra máxima hasta la que el capital social podría ser aumentado según las suscripciones efectivamente recogidas, o bien una cifra mínima y otra cifra máxima entre cuyos márgenes el aumento fuera igualmente eficaz en la medida del resultado cuantitativo de la suscripción<sup>103</sup>. En estos últimos supuestos, a fin de eliminar en lo posible las dudas sobre la opción entre la fijación de una cifra de aumento exacta o la fijación una cifra variable o "elástica", se advertía que la elección de la sociedad en favor de esta última debía constar de manera clara y expresa en el propio acuerdo de aumento, ya que de lo contrario habría entender que la sociedad acordó el aumento del capital por una cuantía fija y exacta, cuya incompleta suscripción tendría como ineludible consecuencia el fracaso de la ejecución del mismo. La falta de cobertura de la cifra exacta establecida en el acuerdo de aumento, o de la cifra mínima que, en su caso, se hubiera fijado obligaría al registrador a denegar la inscripción de la ejecución del aumento del capital limitado a la cifra menor

---

<sup>102</sup> Vid. LUTTER, "Gescheiterte Kapitalerhöhungen", *cit.*, p. 213.

<sup>103</sup> Fuera de los límites y las condiciones legalmente establecidas en el supuesto de aumento del capital autorizado (vid. § 202 AktG), la Junta general tenía reconocida la competencia exclusiva para fijar la cuantía del aumento. No se permitía, por ello, que en los aumentos de capital ordinarios la junta general se limitara a fijar en el acuerdo de aumento una cifra máxima delegando en los administradores la facultad de determinar dentro de ese límite máximo la cuantía a emitir y el momento de la emisión de las nuevas acciones, de modo que el volumen de la ampliación no dependiera sólo de la disponibilidad de capital de los inversores, sino, sobre todo, de la discrecionalidad de los administradores. Se consideraba, pues, que fuera de los márgenes del aumento del capital autorizado (*bedingte Kapitalerhöhung*), la junta general no podía ceder sus competencias como órgano decisorio, así que los administradores sólo tendrán facultades respecto de la fijación definitiva de la cuantía del aumento cuando, sobre la base de una cifra ya determinada previamente por la junta, dispongan por parte de ésta de instrucciones ciertas y concretas en calidad de órgano ejecutivo (por todos, WIEDEMANN, *Aktiengesetz Grosskommentar*, 3ª ed., *cit.*, § 182, marginal 7; y, anteriormente, FISCHER, *Aktiengesetz Grosskommentar*, 2ª ed., *cit.*, § 149, marginal 4). Por las mismas razones no parecía admisible tampoco la fijación por la junta general en el acuerdo de aumento de una simple cifra mínima, sin establecer conjuntamente una cuantía máxima hasta la que el capital puede ser aumentado.

suscrita, provocando la ineficacia de las suscripciones realizadas y la de la propia operación de aumento<sup>104</sup>.

#### 2.2.2.2. El Derecho español

1. La ausencia de norma legal que estableciera las consecuencias jurídicas de la falta de la íntegra suscripción del aumento del capital se dejaba sentir también en el Derecho español anterior al momento de la incorporación y adaptación a la normativa comunitaria. En realidad, esta constatación no es sino una manifestación más de la escasa atención que se dedicó a la fase de ejecución del aumento por parte del Derecho entonces vigente. No obstante, el fenómeno de la suscripción incompleta, si bien de forma marginal, tampoco fue desconocido por la doctrina.

2. Durante el período previo al nacimiento de la Ley de Régimen Jurídico de Sociedades Anónimas, de 17 de julio de 1951, el problema de la suscripción incompleta del aumento del capital permaneció en la sombra. No sólo el Código de Comercio de 1885 (que establecía el régimen general aplicable a las sociedades anónimas en los artículos 151-174) carecía de disposición alguna al respecto, sino que tampoco el tema recibió atención por parte de la doctrina mercantil. A excepción de lo dispuesto para las Compañías de ferrocarriles y demás obras públicas (art. 185 C. de C.) en el Código no existía ninguna norma que estableciera el principio de la íntegra suscripción del capital social. Es más, el Reglamento del Registro Mercantil de 1919 permitía expresamente la inscripción

---

<sup>104</sup> F. SCHLEGERBERGER/L. QUASSOWSKY/G. HERBIG/E. GESSLER/W. HEFERMEL, *Aktiengesetz Kommentar*, Berlin, 2ª ed., 1939, § 149, marginal 3, p. 724; H. WILHELMI/S. WILHELMI, en R. Godin/H. Wilhelmi, *Aktiengesetz Kommentar*, II, 3ª ed., Berlin, 1968, § 182, marginal 3, p. 1035; BAUMBACH/HUECK, *Aktiengesetz*, cit., § 182, marginal 3, p. 610 y § 185, marginal 3, p. 616; SCHILLING, *GmbH-Gesetz Kommentar*, 6ª ed., cit., § 55, marginal 2 y § 54, marginal 6; LUTTER, "Gescheiterte Kapitalerhöhungen", cit. p. 213-214. Sin embargo, opiniones muy autorizadas, avaladas por cierta jurisprudencia, entendían posible la ejecutividad y la inscripción del aumento suscrito sólo parcialmente —aún no habiéndose alcanzado la cifra exacta o la mínima establecida en el acuerdo de aumento— si la junta general, mediante un nuevo acuerdo, limitaba la ampliación del capital a la cifra menor alcanzada según los resultados de la suscripción (así, vid. FISCHER, *Aktiengesetz Grosskommentar*, 2ª ed., cit., § 149, marginal 4, p. 24; WIEDEMANN, *Aktiengesetz Grosskommentar*, 3ª ed., cit., § 182, marginal 7, p. 42; SCHOLZ, *Kommentar zum GmbH-Gesetz*, 5ª ed., cit., § 54, marginal 8).

de la escritura de constitución de la sociedad sin haberse suscrito la totalidad del capital, exigiendo, simplemente, que en la misma se hiciera constar las acciones que hubieran sido suscritas y las que la sociedad conservase en cartera (art. 122.8º)<sup>105</sup>. Quizá por esta razón la falta de la íntegra suscripción del capital emitido no suscitaba demasiadas cuestiones: si las nuevas acciones emitidas no resultaban suscritas en su totalidad, siempre cabía la opción de dejarlas en cartera en espera de volver ofrecerlas a la suscripción en un momento ulterior.

A pesar de ello, algún autor se cuestionó las posibles consecuencias derivadas de la falta de cobertura del capital a suscribir en el supuesto de fundación pública, y, por remisión a la misma, en el caso de la emisión de nuevas acciones con ocasión de un aumento del capital. El problema se planteó no ya en relación al destino de las acciones no suscritas, sino desde el punto de vista del derecho del suscriptor a separarse del compromiso asumido con la suscripción. En este sentido se distinguían dos posibles situaciones según que en el boletín o en el prospecto de la emisión se hubiera previsto o no esta contingencia. En el primer caso, y en atención al principio de libertad de pacto sobre el silencio del Código, podría haberse previsto alternativamente, bien la rescisión del contrato de suscripción y la devolución a los suscriptores de las cantidades desembolsadas, bien la validez de las suscripciones realizadas y el consiguiente mantenimiento de la obligación del suscriptor de desembolsar el resto de su valor, o bien el condicionamiento de la eficacia de las suscripciones a la suscripción de un mínimo de las acciones emitidas, sin perjuicio de que, en estos dos últimos supuestos, los suscriptores podrían decidir por mayoría entre disminuir el capital al importe suscrito o dejar en cartera las acciones no suscritas. En el segundo caso, es decir, ante la falta de previsión sobre las consecuencias de la suscripción incompleta, se defendía que el suscriptor tendría derecho a separarse de la obligación contraída, en cuanto que la cifra de capital constituye una de las

---

<sup>105</sup> La doctrina consideraba que la íntegra suscripción del capital no constituía una exigencia para la constitución de la sociedad. Así, *vid.* GARRIGUES, *Curso de Derecho Mercantil*, cit, p. 257; R. GAY DE MONTELLÁ, *Código de Comercio*, II, Barcelona, 1936, p. 233; E. LANGLE, *Derecho Mercantil español*, I, Barcelona, 1950, p. 509, 523 y 551.

condiciones principales que dio motivo a la celebración del contrato<sup>106</sup>

3. Desde un punto de vista legal, la entrada en vigor de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951 no cambió significativamente el estado de la cuestión. Aunque en la nueva Ley se introdujo expresamente el principio de la íntegra suscripción del capital social como principio imperativo, no se incluyó norma alguna que de forma directa o indirecta regulara el problema de la falta de íntegra suscripción del capital social, tanto en el momento fundacional, como con ocasión de una nueva emisión de acciones por aumento del capital. No obstante, quizá la nueva exigencia legal de que el capital emitido estuviera íntegramente suscrito fue la causa de que un mayor número de autores se preguntara sobre los efectos derivados de la suscripción incompleta de la emisión. El consenso logrado en relación con el problema de la suscripción incompleta en la fase fundacional<sup>107</sup>, no se dio, sin embargo, respecto de las consecuencias que esta contingencia había de tener sobre la operación de aumento y sobre las respectivas posiciones de la

---

<sup>106</sup> R. GAY DE MONTELLÁ, *Sociedades mercantiles*, II, Barcelona, 1930, p. 69-70 y p. 152: "Cuando dejare de preverse en el contrato de suscripción la circunstancia de que ésta no fuera íntegramente cubierta, aunque la ley nada dispone sobre el particular, es preciso aceptar que el suscriptor tendrá derecho a separarse de la obligación contraída, ya que al comprometerse a tomar un determinado número de acciones, después de haber examinado las posibilidades de éxito de la empresa, pudo hacerlo al considerar que el capital era suficiente para las atenciones del negocio objeto de la compañía, y claro está que su voluntad, al decidirse a tomar parte en la suscripción, no puede quedar ligada si ésta no se cubriera totalmente, pues entonces cabría que el suscriptor hubiese incurrido en error manifiesto que, por recaer en una de las condiciones principales que dió motivo a la celebración del contrato, da lugar que que éste sea anulable" (p. 70).

<sup>107</sup> Sin analizar en este momento los fundamentos jurídicos de las distintas posiciones, hay que indicar que, partiendo de la base de que la falta de íntegra suscripción de una emisión de acciones puede tener lugar también en el supuesto de la fundación sucesiva de la sociedad, la doctrina entendió que si el número de suscripciones recibidas no era suficiente para cubrir la cifra de capital que constaba en el Programa de fundación, debía fracasar el proceso fundacional, dada la subordinación de los singulares actos de suscripción a la *conditio iuris* de la íntegra suscripción del capital. Los suscriptores de las acciones emitidas quedaban, en consecuencia, desligados del compromiso asumido con la suscripción y legitimados para solicitar la restitución de los desembolsos realizados (vid. GARRIGUES-Olivencia, *Comentario*, I, cit., p. 209; DE LA CÁMARA, *Estudios de Derecho Mercantil*, I, Madrid, 1977, p. 516). Sin embargo, en base al artículo 23 LSA 1951, la Junta constituyente podría reducir el capital a la cifra efectivamente suscrita mediante el voto unánime de los suscriptores concurrentes, siendo incluso válido un acuerdo adoptado por mayoría siempre que tal facultad de reducción estuviera expresamente prevista en los estatutos y en los boletines de suscripción (GARRIGUES-Olivencia, *Comentario*, I, cit., p. 212; DE LA CÁMARA, *Estudios*, I, cit., p. 514; BÉRGAMO, *Sociedades anónimas. Las acciones*, I, cit., p. 317-318); entendiendo que los promotores pueden, por lo general, rechazar el acuerdo de reducción vid. las consideraciones de GIRÓN, *Derecho de sociedades anónimas*, cit., p. 128-129).

sociedad y de los suscriptores, donde existían opiniones diferentes.

Así, para unos, a menos que la Junta General hubiera delegado de forma expresa en los administradores la facultad de fijar el importe definitivo de la ampliación en función de la cuantía representada por las acciones efectivamente suscritas, la cifra del aumento del capital que consta en el acuerdo debía considerarse como una cifra fija o única y no como una cifra máxima a efectos de otorgar eficacia al aumento suscrito en cuantía inferior a la acordada. Sin embargo, a diferencia de lo que se defendía en relación con la suscripción incompleta del capital fundacional, en los ulteriores aumentos del capital los singulares actos de suscripción de las acciones emitidas no podían entenderse subordinados a la condición de que la cifra del aumento acordada se suscribiera por completo. Por el contrario, si una vez finalizado el plazo establecido las acciones emitidas no habían sido suscritas en su totalidad, los suscriptores no quedaban liberados por este solo hecho de la obligación de desembolsar el valor de las acciones suscritas previsto en las condiciones de emisión, sino que debían continuar vinculados a la sociedad hasta que la Junta General, nuevamente reunida al efecto, decidiera por mayoría si, atendidas las circunstancias y la cuantía de capital efectivamente suscrita, convenía dejar sin efecto la operación de aumento —renunciando a la misma y devolviendo a los suscriptores las sumas desembolsadas— o aumentar el capital reduciendo la cifra acordada al importe correspondiente a las suscripciones recibidas<sup>108</sup>.

Frente a esta opinión, otros sostuvieron, en cambio, que ante la suscripción incompleta del aumento los suscriptores no debían quedar vinculados incondicionadamente a la sociedad hasta que ésta decidiera sobre la solución más oportuna. La declaración de suscripción efectuada por los suscriptores era, en principio, una declaración adhesiva a la cifra del aumento acordada, y si ésta

---

<sup>108</sup> GARRIGUES-Olivencia, *Comentario*, II, *cit.*, p. 272 y p. 281; DE LA CÁMARA, *Estudios*, II, *cit.*, p. 118 y ss., quien para mayor garantía de los suscriptores, aconsejaba que se previera de antemano la posibilidad de reducir el aumento a la cifra resultante de las suscripciones efectuadas; J. L. ÁLVAREZ ÁLVAREZ "Ejercicio del derecho de suscripción preferente", *ADC*, nº 2, 1964, p. 343.



no llegaba a ser suscrita por completo los suscriptores podían considerarse liberados del cumplimiento de las obligaciones asumidas con la suscripción. Ahora bien, ésta es una consecuencia que sólo se produciría cuando las condiciones establecidas en el Programa de aumento no hubieran previsto otra cosa, fijando un plazo de vinculación de los suscriptores a fin de que el órgano que acordó el aumento pudiera todavía decidir al respecto, o bien determinando de antemano la eficacia de las suscripciones<sup>109</sup>.

### 3. La Segunda Directiva de la Comunidad Económica Europea en materia de sociedades<sup>110</sup>

Con este panorama de referencia el problema de la suscripción incompleta del aumento del capital social fue afrontado expresamente por el Derecho comunitario. Según ha quedado visto, a estos efectos el legislador comunitario contaba con dos soluciones diferentes y antagónicas presentes en los Derechos internos de dos de los Estados miembros: el modelo italiano de la "*escindibilidad*" (art. 2439.II del *Codice civile* de 1942) y el modelo francés de la "*inescindibilidad*" (art. 185 de la Ley de Sociedades Comerciales de 1966). Sobre esta base, y en aras de la deseada armonización en cuanto a las garantías mínimas exigibles en materia de aumento del capital social de las sociedades anónimas, se consideró conveniente dedicar una norma específica que estableciera las consecuencias para el caso de que el aumento acordado no fuera suscrito en su totalidad. A ello se dedicó el artículo 28 de la Segunda Directiva, en virtud del cual:

"Cuando un aumento del capital no se hubiera suscrito totalmente, sólo se aumentará el capital hasta las suscripciones recogidas si las condiciones de emisión han previsto expresamente esta posibilidad" (texto en la traducción oficial española).

Del texto transcrito se desprende que la elaboración de la norma estuvo

---

<sup>109</sup> GIRÓN, *Derecho de sociedades anónimas*, cit. p. 487.

<sup>110</sup> Directiva 77/91/CEE, de 13 de diciembre de 1976, cuya función es "coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital".

marcada por el enfoque general con que el problema había sido tratado en los distintos ordenamientos internos. El precepto se ocupa de determinar, tanto las consecuencias que la falta de íntegra suscripción tiene en relación con la eficacia del aumento del capital, como, de forma indirecta, las consecuencias sobre la eficacia de las declaraciones de suscripción ante aquella eventualidad.

### 3.1. El proceso de elaboración de la solución adoptada

1. La solución que finalmente se acogió en el texto definitivo del artículo 28 contrasta con la que fue objeto de propuesta en las distintas fases que comprende el período de gestación de la Segunda Directiva. Un repaso al proceso de elaboración de este texto comunitario permite constatar un sorprendente movimiento pendular en el tratamiento del tema, fruto, sin duda, de la mayor o menor influencia que en diferentes momentos haya podido tener cada uno de los modelos contrapuestos a los que se ha hecho referencia.

2. La existencia de una norma específica relativa a la falta de completa suscripción del aumento del capital se encontraba presente ya en el Proyecto originario de Segunda Directiva de 1965<sup>111</sup>. En esta primera fase la solución proyectada presentaba un alto grado de similitud con la norma italiana (art. 2439.II *Codice civile*), declarando la "escindibilidad" del aumento suscrito sólo en parte salvo que la junta general, en el mismo acuerdo de aumento, hubiera previsto expresamente la "inescindibilidad". Concretamente, el artículo 41 del citado Proyecto de 1965 establecía que:

"Lorsque l'augmentation de capital souscrit n'a pas été souscrite intégralement dans le délai prévu par l'assemblée, les souscripteurs ne sont libérés de leurs obligations que si la délibération relative à cette augmentation la prévoit expressément" (redacción original en lengua francesa).

3. Los problemas interpretativos que, como ya se indicó, había provocado el tenor literal del artículo 2439.II del *Codice Civile* italiano (en el que, muy

---

<sup>111</sup> DO nº 6063/III/C/65-F.

probablemente, se había inspirado el legislador europeo para la redacción del artículo 41 del Proyecto de Segunda Directiva)<sup>112</sup>, fueron posiblemente la causa del cambio de criterio que se produce algunos años más tarde en la redacción de la norma sobre suscripción incompleta del aumento presente en la Propuesta inicial de Segunda Directiva de 5 de marzo de 1970<sup>113</sup>. La conveniencia de evitar el nacimiento de dudas interpretativas similares a las surgidas en el sistema italiano<sup>114</sup>, fue, con probabilidad, la causa de que en la elaboración de esta primera versión de la Propuesta de Segunda Directiva el legislador se encargara de modificar la norma contenida en el Proyecto de 1965 con el fin de definir con mayor nitidez a quién correspondía la competencia para declarar la validez del aumento incompleto, cuáles eran las posibilidades de actuación ante esta eventualidad, y, sobre todo, de qué manera afectaba esta circunstancia a los suscriptores de las nuevas acciones en relación con el cumplimiento de las obligaciones asumidas con la suscripción. Así, esta primera versión de la Propuesta de Segunda Directiva del año 1970 atribuía a la Junta general la

---

<sup>112</sup> Conviene recordar que el texto del artículo 2439.II del *Codice Civile* era el siguiente: "*Se l'aumento di capitale non è integralmente sottoscritto nel termine previsto dalla deliberazione, i sottoscrittori non sono liberati dall'obbligo assunto, ameno che nella deliberazione stessa non sia altrimenti disposto*".

El examen comparativo del texto italiano con el contenido en el artículo 41 del Proyecto originario de Segunda Directiva permite deducir que las únicas diferencias sustanciales son, por un lado, el carácter expreso o tácito de la eventual previsión de "*inescindibilidad*" adoptada por la junta general, y, por otro, el contenido mismo de esta previsión sobre el aumento incompleto. Así, en cuanto a lo primero, mientras que el texto comunitario exige que para que los suscriptores sean liberados de sus obligaciones en caso de suscripción incompleta el acuerdo de aumento debe haberlo previsto *expresamente*, el texto italiano silenciaba esta cuestión, siendo opinión dominante la que consideraba que esta previsión podía tener carácter expreso o tácito. En cuanto al contenido de la eventual previsión sobre la falta de íntegra suscripción del aumento, parece que aquí también se muestra más estricta la norma comunitaria que su homóloga italiana. El Proyecto originario de Segunda Directiva parecía querer configurar de antemano el contenido de esa posible cláusula del acuerdo de aumento, en el sentido de permitir exclusivamente que ésta declarase la liberación de los suscriptores en caso de suscripción incompleta ("*...les souscripteurs ne sont libérés de leurs obligations que si la délibération relative à cette augmentation le prévoit expressément*"). Por el contrario, el texto italiano contenía una redacción más abierta ("*...i sottoscrittori non sono liberati dall'obbligo assunto, ameno che nella deliberazione stessa non sia altrimenti disposto*"), que fue interpretada por la doctrina en el sentido de que el acuerdo de aumento podía prever sin más la liberación de los suscriptores, pero también remitir la solución del aumento incompleto a una posterior decisión adoptada por una nueva junta general.

<sup>113</sup> JO n. C/48 de 24 de abril de 1970. El texto, en versión italiana, se puede consultar en *Riv. Soc.*, 1970-1, p. 845.

<sup>114</sup> *Vid. supra* Capítulo 1º, III, 2.2.1.1.

competencia para decidir sobre la validez del aumento incompleto, fijando, a continuación, un plazo de tres meses, a contar desde el fin del período de suscripción, para que la junta adoptara la oportuna decisión. A falta de acuerdo al respecto —es decir, transcurrido el plazo de tres meses sin que la Junta hubiera adoptado la correspondiente decisión— los suscriptores quedarían liberados de la obligación asumida y, en consecuencia, el aumento del capital habría de considerarse ineficaz. El artículo 24 de la Propuesta originaria de 1970<sup>115</sup> establecía al respecto que:

"Si el aumento del capital no es integralmente suscrito en el plazo establecido, corresponde a la junta general decidir sobre la validez del aumento mismo.

Cuando la decisión no sea adoptada en los tres meses siguientes al cierre de la suscripción, los suscriptores son liberados de la obligación asumida".

4. Sin embargo, la solución acogida en la Propuesta de 1970 tampoco pareció satisfacer suficientemente, ya que en la Propuesta modificada de Segunda Directiva que fue presentada por la Comisión al Consejo en el año 1972<sup>116</sup> se retorna al régimen previsto ya en el Proyecto de 1965, incorporando como única novedad la de definir expresamente el campo de aplicación de la norma sobre suscripción incompleta, que quedaba acotado al aumento de capital con cargo a aportaciones dinerarias. Esta nueva redacción del artículo 24 de la Propuesta modificada de Segunda Directiva, que fue efectuada por la Comisión de la Comunidad Europea sobre la base de un dictamen del Comité Económico y Social, se expresaba en los siguientes términos:

"Si el aumento del capital mediante aportaciones en dinero no es íntegramente suscrito en el plazo previsto a tal fin, los suscriptores no son

---

<sup>115</sup> Para un análisis de la Propuesta inicial de Segunda Directiva de 1970, *vid.* J. ANKELE, "Zum Vorschlag der Kommission der Europäischen Gemeinschaften für eine Zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie", *B.B.*, 1970, p. 988 y ss.; M. IANNUZZI, "Osservazioni sul progetto di seconda direttiva in tema di armonizzazione del diritto societario", *Riv. Soc.*, 1971, p. 636 y ss.; L. BIAMONTI/P.L. BIAMONTI/D. CORAPI/L. DI BRINA, "La riforma delle società per azioni in Italia e le iniziative comunitarie in materia di armonizzazione delle legislazioni societarie nei paesi membri della C.E.E.", *Riv. Dir. Comm.*, 1973, I, p. 247 y ss.

<sup>116</sup> DO. COM (72) 1310 def., de 30 de octubre de 1972.

liberados de las obligaciones asumidas, a menos que tal eventualidad haya estado prevista expresamente en el acuerdo de aumento del capital"<sup>117</sup>.

La razón del cambio de criterio operado en esta nueva versión de la Propuesta de Segunda Directiva respecto de la anterior Propuesta inicial de 1970 se encuentra, sin duda, en la necesidad de proteger los intereses de los suscriptores de las acciones, que de otra manera —es decir, conforme a la regulación de la Propuesta de 1970— debían permanecer durante un plazo de tres meses, hasta que la junta general decidiera al respecto, con la incertidumbre sobre la validez de la suscripción efectuada en el supuesto de que el aumento no hubiera sido suscrito por completo. A fin de salvar este inconveniente, en el texto de la Propuesta modificada de 1972 se optó por una solución que permitiera otorgar a los suscriptores una mayor certeza sobre las consecuencias de un eventual aumento incompleto antes de proceder a la suscripción de las acciones<sup>118</sup>. Sobre esta base, al igual que ya lo hacía el Proyecto de 1965, la Propuesta de Segunda Directiva de 1972 configura el aumento como operación jurídica *escindible*, salvo que en el propio acuerdo de aumento se hubiera optado por la *inescindibilidad* declarando la liberación de los suscriptores de la obligación asumida con la suscripción.

### 3.2. El artículo 28 de la Segunda Directiva

#### 1. La última fase del proceso de elaboración de la Segunda Directiva finaliza

---

<sup>117</sup> No obstante, la redacción propuesta por el Comité Económico y Social (*vid.* DO nº C 88 de 6 de septiembre de 1971) no fue acogida por la Comisión en todos sus aspectos. Dos son los cambios introducidos por la Comisión respecto de la propuesta del Comité: por un lado, al determinar el ámbito de aplicación, la Comisión acotó la norma al "aumento del capital mediante aportaciones en dinero" y no al "aumento del capital mediante emisión de acciones", tal y como había indicado el Comité. Por otro lado, tampoco se acogió la indicación propuesta por el Comité Económico y Social de que el plazo previsto para la suscripción debía ser fijado por la junta general, para hacer posible que el órgano de administración, en los límites del capital autorizado, pueda fijar el plazo de suscripción (estas precisiones pueden verse en VV.AA., "Progetti e studi sulla riforma delle società nella C.E.E." (a cura di V. Allegri), *Riv. Soc.*, 1973, p. 691, a continuación de la publicación de la versión italiana de la modificación de la Propuesta inicial de Segunda Directiva).

<sup>118</sup> *Vid.*, VV.AA., "Progetti e studi", *cit.*, p. 691.

ya con la redacción del texto definitivo de 13 de diciembre de 1976, que, como se ha indicado, regula la cuestión de la suscripción incompleta del aumento en el artículo 28. En comparación con la Propuesta modificada de 1972, puede advertirse que el artículo 28 mantuvo el criterio de obligar a la sociedad a determinar anticipadamente la solución ante la posible suscripción incompleta del aumento del capital, algo que la sociedad puede hacer de forma activa, mediante una declaración expresa incluida en el contenido de las "condiciones de emisión", o silenciando toda previsión al respecto, en cuyo caso entraría en juego la solución legalmente establecida. Sin embargo, un radical cambio de criterio se produce, de nuevo, en cuanto a la configuración de la naturaleza *escindible* o *inescindible* de la operación de aumento. A diferencia del Proyecto de 1965 y de la Propuesta en la redacción de 1972, el artículo 28 del texto definitivo de la Segunda Directiva otorga al aumento del capital carácter *inescindible*, salvo decisión expresa de la sociedad incorporada a las condiciones de la emisión.

2. A pesar de que tanto durante el proceso de elaboración de la norma comunitaria como en la redacción del texto definitivo del artículo 28 se advierte con claridad la influencia recibida de los ordenamientos jurídicos donde el problema ya había sido afrontado legalmente, es también manifiesto que dicho precepto no siguió de manera absolutamente fiel ninguna de las soluciones contrapuestas que entonces se encontraban vigentes los Derechos italiano y francés. Frente a éstas, la norma comunitaria optó por una solución mixta o intermedia fruto de la combinación de una *regla general* (el aumento del capital no podrá realizarse en caso de no haber sido íntegramente suscrito) y una *excepción*, en virtud de la cuál el aumento del capital no suscrito por completo se realizará en la cuantía de las suscripciones efectuadas sólo cuando en las condiciones de emisión se hubiera previsto expresamente esta posibilidad<sup>119</sup>. Conforme a la primera (regla a seguir en caso de que la sociedad nada hubiera

---

<sup>119</sup> El empleo de los términos "sólo" y "expresamente" en el artículo 28 acentúa, en efecto, el carácter excepcional que tiene el hecho de que el capital pueda finalmente ser aumentado hasta la cuantía que representan las suscripciones recogidas cuando aquélla fuera inferior a la cifra inicialmente acordada. Un análisis del tenor literal del artículo 28 de la Segunda Directiva puede verse en TARANTINO, "Aumento di capitale non integralmente sottoscritto", *cit.*, p. 601.

previsto al respecto) la norma presentaba una mayor semejanza con el modelo de la *inescindibilidad* presente en el Derecho francés, puesto que permite deducir que el aumento no podrá ser realizado en caso de no haber sido suscrito totalmente. Sin embargo, frente a la opción en favor de un sistema puro de aumento del capital inescindible o indivisible, la Segunda Directiva se separó del modelo francés al permitir exceptuar la regla general de la *inescindibilidad*, otorgando a la sociedad, de manera análoga a la norma italiana, la posibilidad de optar anticipadamente por la *escindibilidad* cuando en las condiciones de la emisión así lo hubiera indicado expresamente.

En realidad, y puestos a buscar analogías con las soluciones precedentes, la solución finalmente establecida en el artículo 28 no parece del todo ajena a la posición que adoptó la doctrina alemana en relación con el tema que se trata<sup>120</sup>. Como ha sido expuesto en páginas anteriores<sup>121</sup>, entre la doctrina alemana, y tanto en el ámbito de la sociedad anónima como en el de la sociedad de responsabilidad limitada, existía cierto consenso en la configuración del aumento del capital como una operación *inescindible* (a efectos de su inscripción registral y de su consiguiente eficacia jurídica), cuando el órgano que acordó el aumento se hubiera limitado a establecer sólo una cifra de aumento fija y exacta. En este caso, si la cifra acordada no conseguía ser alcanzada por el resultado de la suscripción, el aumento parcial no podía acceder al Registro fracasando totalmente la operación. Sólo cuando en el acuerdo de aumento se hubiera establecido expresa e inequívocamente una simple cifra máxima o una cifra entre un mínimo y un máximo, se permitía, dentro de esos límites cuantitativos, ejecutar e inscribir el aumento por la cifra representada por las suscripciones válida y efectivamente realizadas. Si se compara esta solución con con el texto de la norma comunitaria puede apreciarse cómo en esta última se acogieron las líneas esenciales que definían la opinión alemana. De la lectura del artículo 28 de la

---

<sup>120</sup> Hay que tener en cuenta, en efecto, que la Segunda Directiva pertenece a las denominadas Directivas de la "primera generación", cuyo contenido denota un elevado grado de germanización (vid. A. ROJO, "La sociedad anónima como problema", en VV.AA., *¿Sociedad anónima o sociedad de responsabilidad limitada? La cuestión tipológica*, Madrid, 1992, p. 85-86).

<sup>121</sup> Vid. *supra*. Capítulo 2º, III, 2.2.2.1.

Segunda Directiva, puede deducirse, en efecto, que, básicamente, este precepto parte también del entendimiento de que, en principio, la cifra de aumento establecida en el acuerdo es una cifra fija que debe ser suscrita por completo para que el aumento pueda tener eficacia jurídica, permitiendo, no obstante, que la sociedad pueda decidir también que la cifra acordada actúe como simple cifra máxima mediante la previsión expresa de que el aumento quedará finalmente concretado a la cifra que venga dada por el nominal las acciones suscritas. La única diferencia relevante es que mientras que la doctrina alemana postulaba que la sociedad podía establecer simultáneamente también una cifra mínima que en todo caso debiera ser alcanzada para la eficacia del aumento parcial, el artículo 28 de la Segunda Directiva silencia esta posibilidad.

3. En cuanto al carácter escindible o inescindible del aumento, cabe preguntarse, en fin, cuál puede ser la razón de que la solución definitivamente adoptada por la norma comunitaria sobre la suscripción incompleta del aumento fuera la de la *inescindibilidad* como regla general, teniendo en cuenta los múltiples cambios de criterio habidos durante el proceso de elaboración de la norma<sup>122</sup>. Estos múltiples cambios de criterio y el hecho de que la solución de la *inescindibilidad* se haya establecido sólo como tal regla general, otorgando a la sociedad la posibilidad de acordar también un aumento del capital como escindible, permiten deducir que para el legislador comunitario no existe un aumento del capital *naturalmente* escindible o inescindible, es decir, una solución que teniendo en cuenta la naturaleza y caracteres de esta especial operación societaria deba ser la única jurídicamente admisible. La solución finalmente adoptada, puede deberse, por el contrario, al intento de lograr un equilibrio sobre la base de valorar los pros y los contras de una u otra solución para el interés de la sociedad y para el interés de los suscriptores. Desde esta perspectiva, parece que el legislador comunitario ha considerado que, en principio, un aumento con carácter

---

<sup>122</sup> Así, según ha de recordarse, mientras que el Proyecto de 1965 (art. 41) y la Propuesta modificada de 1972 (art. 24) atribuían al aumento carácter escindible, salvo expresa previsión en contrario, el texto definitivo de la Segunda Directiva (art. 28) pasó a considerar la operación como inescindible, salvo —de nuevo— expresa previsión en contrario, y en la Propuesta inicial de Segunda Directiva de 1970 (art. 24) la norma no se pronunciaba al respecto delegando en la sociedad toda decisión sobre la validez del aumento incompleto.



*inescindible* resulta más cercano a la voluntad social, quizá por el hecho de que entender que si la sociedad acuerda un aumento del capital en una cifra determinada, un aumento en cuantía inferior constituye una operación netamente distinta a aquélla sobre la que recayó la voluntad social, por lo que no sería admisible que la Ley impusiera, ni aún como régimen general, la eficacia de ese aumento parcial, que puede no servir al interés tenido en cuenta en el momento en que se decidió la cuantía de la operación. Por lo que se refiere a los suscriptores, el hecho de que la validez de un aumento parcial se establezca en la norma como una opción rigurosamente sometida a la exigencia de que así se haya manifestado expresamente en las condiciones de emisión de las nuevas acciones, parece indicar también que la solución de la *inescindibilidad* fue considerada más beneficiosa para los intereses de aquéllos, probablemente porque la falta de cobertura de la ampliación, por un lado, da lugar a la modificación sobrevenida de uno de los elementos de la oferta de suscripción (la cifra del aumento) que no puede imponerse a los suscriptores (aceptantes), y, por otro, puede ser indicativo de un juicio negativo sobre la calidad de la emisión. No obstante, las variables circunstancias en las que se desarrollan las ampliaciones de capital, los distintos objetivos que tanto la sociedad y como cada uno de los múltiples suscriptores pretenden alcanzar con la operación y, en fin, las propias consecuencias que en cada caso se deriven del hecho de que la emisión de acciones no haya sido suscrita por completo —que pueden extenderse más allá de los estrictos márgenes de la operación de aumento en sí— son circunstancias que hacen que la sociedad y los suscriptores en unas ocasiones, y no siempre de manera coincidente, puedan considerar más favorable a sus intereses que el aumento del capital no suscrito por completo sea declarado ineficaz, y, en otras ocasiones, válido por la parte suscrita. Por esta razón, la elaboración de una solución de este tipo sobre la base de la valoración de unos presumibles intereses adolece de una cierta arbitrariedad, siendo su mayor valor el la seguridad jurídica que otorga ante la ausencia de previsión al respecto en el caso concreto.

4. Donde sí parece más claro que el legislador comunitario asumió una labor tuitiva de un concreto interés es en la necesidad de que la consecuencia de la falta de la íntegra suscripción deba estar determinada antes del inicio del plazo de

suscripción, bien por acción (mediante la inclusión de una cláusula expresa en las condiciones de emisión), bien por omisión (en cuyo caso entra en juego la regla general prevista en la norma). En relación con este aspecto, puede afirmarse que, por lo general, existen dos tipos de intereses que se contraponen entre sí: por un lado, el interés de la sociedad que acuerda el aumento, manifestado en la posibilidad de decidir *a posteriori* (es decir, sobre la valoración de los resultados reales existentes al cierre del período de suscripción), la solución que deba darse al aumento incompleto del capital, y, por otro, el interés de los suscriptores y terceros, expresado en el hecho de poder conocer dicha solución con carácter previo a la suscripción a fin de contar con más elementos de juicio para valorar la decisión de suscribir. Frente a la Propuesta inicial de Segunda Directiva de 1970, que en la medida en que mantenía a los suscriptores vinculados a la suscripción efectuada hasta que la sociedad decidiera al respecto parecía haber optado por hacer prevalecer el interés de la sociedad, el texto definitivo de la Directiva (en la misma línea que ya se anticipaba en el Proyecto de 1965 y en la Propuesta modificada de 1972) parece haber optado por sacrificar el interés de la sociedad en favor del interés de los suscriptores, al verse obligada aquélla a decidir la viabilidad del aumento parcial con carácter previo a la apertura del proceso de suscripción. En este sentido, los comentaristas del texto de la Segunda Directiva coinciden en afirmar que la decisión final del legislador tiene su fundamento en la protección del interés de los eventuales suscriptores en conocer anticipadamente la suerte de los derechos y obligaciones derivados de la suscripción en caso de que el aumento no resulte suscrito por completo<sup>123</sup>. En este punto, la Directiva

---

<sup>123</sup> Vid. R. VENTURA, "Adaptação do Direito português à Segunda Directiva do Conselho da Comunidade Económica Europeia sobre o Direito das sociedades", *Separata do Boletim do Ministério da Justiça*, Lisboa, 1980, p. 74; TARANTINO, "Aumento de capitale non integralmente sottoscritto", *cit.*, p. 602. Este último autor destaca, además, que la norma puede ser también protectora del interés que determinados terceros puedan tener en la viabilidad del aumento del capital. En efecto, los terceros, en especial los acreedores sociales, pueden tener interés en determinadas circunstancias en conocer anticipadamente las consecuencias de una suscripción incompleta del aumento del capital acordado. Piénsese, por ejemplo, en personas con las cuales la sociedad haya entrado en negociaciones que dependen de que ésta obtenga unos fondos económicos que pretende conseguir aumentando el capital. En este caso, para el tercero no es indiferente poder conocer lo antes posible qué ocurrirá en caso de que el aumento no sea suscrito por el total de la cifra acordada. No hay que olvidar, en efecto, que una de las finalidades principales de la Segunda Directiva es, precisamente, la de lograr un adecuado nivel de protección del interés de los accionistas y de los terceros en los aumentos del capital social de las sociedades anónimas.

parece haber querido reforzar la información de los futuros suscriptores —accionistas o terceros— sobre la viabilidad del aumento no suscrito totalmente. Esta idea ha llevado a algunos a afirmar que, al menos en lo que a este aspecto se refiere, el artículo 28 de la Segunda Directiva debe ser considerado como una norma "de mínimos", de modo que a los efectos de hacer posible que los socios o terceros puedan acceder fácilmente a esa información, la previsión de la eficacia de la suscripción incompleta debe constar *al menos* en las condiciones de emisión<sup>124</sup>. La norma, al menos en lo que se desprende de su tenor literal, parece, pues, limitar el "espacio de maniobra" de la sociedad<sup>125</sup>, impidiendo que ésta pueda decidir *a posteriori* aceptar o renunciar al aumento incompleto<sup>126</sup>.

---

<sup>124</sup> H. DRINKUTH, *Die Kapitalrichtlinie- Mindest-oder Höchstnorm?*, Köln, 1998, p. 238.

<sup>125</sup> En estos términos, TARANTINO, "Aumento di capitale non integralmente sottoscritto", *cit.*, p. 602.

<sup>126</sup> A pesar de que el artículo 24 de la Propuesta inicial de Segunda Directiva de 1970 parecía haber sido redactado en tutela del interés de la sociedad, la regulación que incorporaba presentaba también para ésta al menos un inconveniente. El precepto imponía siempre y en todo caso la convocatoria de una segunda junta general encargada de deliberar y acordar la validez o ineficacia del aumento incompleto. Este sistema, aunque permitía a la sociedad elaborar una decisión sobre la salida más conveniente a la falta de cobertura de la emisión una vez conocidas y valoradas las circunstancias concurrentes, sin embargo, desde una perspectiva económica podía resultar excesivamente costoso y complicado y demorar más allá de lo aconsejable la clausura de la operación de aumento del capital (así, ANKELE, "Zum Vorschlag der Kommission", *cit.*, p. 992). Además, al no establecer ninguna regla concreta para el evento de la suscripción incompleta y remitir toda decisión a una nueva junta general, el precepto no dotaba al problema de la deseable seguridad jurídica.

#### **IV. LA INCORPORACIÓN DE LA SEGUNDA DIRECTIVA C.E.E A LAS LEGISLACIONES ESTATALES INTERNAS DE LOS PAÍSES MIEMBROS: LA ARMONIZACIÓN**

El examen comparativo de las distintas legislaciones internas de los Estados miembros ha permitido comprobar que tras la incorporación de la Segunda Directiva se ha llegado a un aceptable grado de armonización en la regulación de la falta de íntegra suscripción del aumento. No obstante, dado que las Directivas sólo obligan a los Estados en cuanto al resultado, dejándoles un amplio margen de libertad en cuanto a la elección de los medios para cumplir los objetivos fijados por aquéllas, la adaptación a la norma comunitaria sobre suscripción incompleta no ha sido efectuada de manera exactamente igual por el conjunto de Estados miembros, advirtiéndose ciertas diferencias en relación con algunos aspectos.

Sin pretender realizar un análisis exhaustivo de todas y cada una de las distintas legislaciones de los Estados miembros y atendiendo sólo a los sistemas jurídicos más significativos, es posible realizar una clasificación tripartita en función del modo en que se ha incorporado la norma comunitaria sobre la suscripción incompleta del aumento. Así, existe un primer conjunto de Estados en los que el texto del artículo 28 de la Segunda Directiva se ha incorporado a las legislaciones internas sin modificaciones sustanciales. Tal es el caso, según orden de fechas de incorporación, de Bélgica, Italia, Portugal y España. Un segundo grupo se encuentra representado por aquellos Estados en los que la incorporación de la norma comunitaria ha sido llevada a cabo con ciertas alteraciones del texto literal de la misma, estableciendo condiciones de aplicación que modifican su alcance y contenido. Dentro de este grupo es destacable el caso de Francia. En fin, el tercer grupo de Estados se integra por aquéllos que, a pesar de haber realizado ya la adaptación de su legislación interna al contenido de la Segunda Directiva, no han incluido disposición alguna relativa a la falta de suscripción íntegra del aumento del capital social. En este último grupo hay que mencionar el muy significativo caso de la República Federal de Alemania<sup>127</sup>.

---

<sup>127</sup> El hecho de que algunos Estados miembros, aun después de haber implementado la Segunda Directiva al Derecho interno, sin embargo, no hayan incorporado el contenido del artículo

## 1. Panorámica de la armonización legislativa en los principales ordenamientos jurídicos

### 1.1. La incorporación fiel de la norma

1. Frente a la mayor parte de los Estados miembros, en los que antes de la paulatina incorporación de la Segunda Directiva se carecía de regulación específica del problema de la suscripción incompleta del aumento del capital, en Italia, la regulación de este tema en el momento en que se llevó a cabo la adaptación del Derecho interno a dicho texto comunitario no comportaba una novedad. Como ya se ha tenido ocasión de indicar, en el *Codice Civile* de 1942 ya existía —desde el mismo momento de la entrada en vigor de este cuerpo legal— una norma relativa a la falta de íntegra suscripción del aumento, que proporcionaba una solución contraria a la adoptada finalmente en la norma comunitaria. Por esta razón, en el momento de incorporar la Segunda Directiva, el legislador italiano se vio obligado a una radical modificación de la anterior normativa interna, dando una nueva redacción al párrafo segundo del artículo 2439 del *Codice Civile*. Así:

“Se l'aumento di capitale non è integralmente sottoscritto entro il termine che, nell'osservanza di quelli stabiliti dall'art. 2441, secondo e terzo comma, deve risultare dalla deliberazione, il capitale è aumentato di un importo pari alle sottoscrizioni raccolte soltanto se la deliberazione medesima lo abbia espressamente previsto”.

---

28, plantea la duda sobre si dicha norma es de incorporación obligatoria o no. Ciertamente, a diferencia de otras normas presentes en la Directiva, el tenor del artículo 28 se pronuncia en un sentido imperativo, es decir, sin establecer reservas para los Estados miembros, e imponiendo un resultado jurídico claro y cierto. Además, hay que tener en cuenta que en los Considerandos de la Segunda Directiva se insiste en la importancia muy especial que tiene la coordinación de las disposiciones nacionales relativas a la constitución, mantenimiento, aumento y reducción del capital de las sociedades anónimas, para asegurar una equivalencia mínima en la protección de los accionistas y los acreedores. No obstante, algunos autores han subrayado que el hecho de que el artículo 28 sea una norma de mínimos, no significa que los Estados miembros estén obligados a introducir en el Derecho interno una disposición sobre la falta de íntegra suscripción del aumento del capital, ni que, en caso de hacerlo, deban incorporar exigencias más rigurosas (vid., así, DRINKUTH, *Die Kapitalrichtlinie- Mindest-oder Höchstnorm?*, cit., p. 238; también, destacando que el artículo 28 de la Segunda Directiva no contiene una disposición de adopción obligatoria por parte de los Estados miembros, LE FÉVRE, “La traduction en droit français”, cit., p. 454).

El nuevo contenido del precepto transcrito debió su redacción al d.p.r. 30/1986, de 10 de febrero (art. 20), de adaptación del Derecho societario italiano a la Segunda Directiva. Sobre la base de dos distintas propuestas de incorporación de la Directiva, una en la que pese a la solución comunitaria, se intentaba conservar el contenido que ya tenía la norma italiana sobre la suscripción incompleta del aumento (la propuesta conocida como "Colombo/Liguori/Nobili")<sup>128</sup>, y otra en la que se planteaba una solución considerablemente más apegada al tenor del artículo 28 de la Segunda Directiva (la propuesta "Ferri")<sup>129</sup>, durante el proceso de reforma el legislador italiano se inclinó en favor de la opción que mayor fidelidad guardaba con el texto de la Directiva<sup>130</sup>, hecho que se confirma en la versión definitiva de la norma italiana<sup>131</sup>.

2. En el Derecho portugués, el problema de la suscripción incompleta del aumento del capital social se contempla actualmente y por vez primera en el artículo 457 del Código de Sociedades Comerciales de 2 de septiembre de 1986, cuya elaboración respondió, en parte, a la necesidad de implementar las Directivas comunitarias en materia de sociedades existentes hasta el momento. El contenido de este precepto, aun siendo básicamente idéntico a la norma comunitaria en cuanto a las consecuencias de la falta de íntegra suscripción para la eficacia del aumento del capital —respetando el juego entre la regla general de la *inescindibilidad* y la excepción de la *escindibilidad* establecido en la misma—,

---

<sup>128</sup> Vid. en *Riv. Soc.*, 1978, nº 23, p. 1696.

<sup>129</sup> Vid. en *Giur. Comm.*, 1979-I, p. 955 y ss.; vid. también los comentarios realizados a ambas propuestas por parte de TARANTINO, "Aumento di capitale non integralmente sottoscritto", *cit.*, p. 615 y ss.

<sup>130</sup> Vid. el artículo 18 del *Esquema de Ley delegada para la adaptación de la Segunda Directiva* (Proyecto F. Alessandro) en *Giur. Comm.*, 1984-I, p. 986 y ss.

<sup>131</sup> A pesar de la fidelidad con que la norma italiana incorporó el artículo 28 de la Segunda Directiva, es posible observar una diferencia. El artículo 2439.II del *Codice Civile* delimita de manera más restrictiva el supuesto de hecho de la norma, que, en el precepto comunitario, aparece determinado más genéricamente. En concreto, el precepto italiano acota el supuesto de hecho a la falta de íntegra suscripción del aumento *dentro del plazo para el ejercicio del derecho de suscripción preferente o, en su caso, dentro del sucesivo plazo de prelación para la suscripción de las sobrantes que la Ley otorga a aquéllos que ejercitaron el derecho de suscripción* (cfr. art. 2439 II y art. 2441 II y III), dejando abierta la duda sobre la posible aplicación de la norma también a supuestos en los que no exista derecho de suscripción preferente.

incluye una serie de precisiones sobre algunos aspectos que quedan silenciados en la Segunda Directiva. El mencionado artículo 457 establece lo siguiente:

- “1. Não sendo totalmente subscrito um aumento de capital, considera-se a deliberação da assembleia ou do conselho sem efeito, salvo se ela própria tiver previsto que em tal caso o aumento fica limitado às subscrições recolhidas.
2. O anúncio de aumento do capital, referido no artigo 459º, n.º 1, deve indicar o regime que vigora para a subscrição incompleta.
3. Ficando a deliberação de aumento sem efeito, por ter sido incompleta a subscrição, o órgão de administração avisará desse facto os subscritores nos quinze dias seguintes ao encerramento da subscrição e restituirá imediatamente as importâncias recebidas.”

En primer lugar, la norma portuguesa elimina las dudas que hipotéticamente pudieran plantearse en relación, por un lado, con el ámbito de aplicación de la norma por razón del tipo de aumento del capital —ordinario o autorizado— y, por otro, en relación con la competencia orgánica para decidir entre la eficacia o ineficacia del aumento ante la futura eventualidad de la falta de íntegra suscripción. Aunque la aclaración pueda parecer ociosa, el precepto portugués se encarga de precisar que la norma juega tanto en el caso del aumento acordado por la Junta General (aumento ordinario), como en el supuesto del aumento acordado por los administradores a través del mecanismo del capital autorizado<sup>132</sup>. En cuanto a la cuestión de la competencia orgánica, la norma deja igualmente claro que la competencia para decidir sobre la eficacia parcial del aumento corresponde al órgano que adoptó el acuerdo de aumento, ya sea la Junta general o el órgano de administración. En efecto, debido a que el artículo 28 de la Segunda Directiva remite a las “condiciones de emisión” como el lugar en el que ha de incluirse la eventual previsión de la eficacia del aumento en caso de suscripción incompleta, puede llegar a plantearse la duda sobre si los administradores pueden decidir incluir en aquéllas la previsión señalada cuando a pesar de haber sido la Junta general la que adoptó el acuerdo de aumento en una

---

<sup>132</sup> Cfr. el artículo L. 225-134 del *Code de Commerce* francés de 2000, que, como enseguida se indicará, se refiere expresamente a la Junta general, y sólo a ésta, como el órgano competente para prever, en su caso, la eficacia parcial del aumento, lo que en aquel país ha llevado a algunos, quizá sin demasiado fundamento, a preguntarse si los administradores pueden decidir esta cuestión cuando ellos han acordado el aumento en el marco del capital autorizado.

determinada cifra, la fijación de las condiciones concretas de la emisión han sido dejadas en manos de los administradores. La norma portuguesa —al igual que también la norma italiana— aclara esta cuestión al establecer expresamente que la previsión de la eficacia del aumento incompleto corresponde al órgano social que adoptó el acuerdo de aumento, ya que dicha previsión ha de hacerse constar, en su caso, en el propio acuerdo. Pero, además, por referencia a la norma comunitaria, que sólo exige que las “condiciones de emisión” informen de las consecuencias derivadas de la suscripción incompleta del aumento cuando la sociedad pretenda hacer valer la eficacia del aumento incompleto, la norma portuguesa contribuye a reforzar el mecanismo de información de los futuros suscriptores sobre el régimen a aplicar en caso de que el aumento no sea totalmente cubierto, ya que en el preceptivo anuncio del plazo y de las demás condiciones para hacer efectivo el derecho de suscripción preferente, debe hacerse constar expresamente en cualquier caso cuáles serán las consecuencias de la suscripción incompleta del aumento (art. 457.2 CSC)<sup>133</sup>.

En fin, más allá del contenido de la Segunda Directiva, el Derecho portugués completa la regulación del problema de la falta de íntegra suscripción del aumento imponiendo ciertos deberes a los administradores de la sociedad cuando el aumento haya fracasado por este motivo. Ante esta circunstancia los administradores deben informar a los suscriptores del hecho de la ineficacia del aumento y proceder de inmediato a la restitución de las aportaciones realizadas.

3. Por último, dentro del grupo de Estados que han incorporado apenas sin modificaciones el artículo 28 de la Segunda Directiva, conviene mencionar, siquiera, el caso de Bélgica, Estado en el que el problema de la suscripción incompleta del aumento del capital no había recibido con anterioridad regulación legal. La norma sobre la suscripción incompleta del aumento del capital, creada

---

<sup>133</sup> La omisión de esta información en el anuncio del aumento del capital no anula las suscripciones ni altera el régimen elegido. La única consecuencia será entonces la responsabilidad de los administradores frente a los terceros que se hayan visto perjudicados por la no inclusión de dicha información en el anuncio del aumento (así, R. VENTURA, *Alterações do contrato de sociedade*, cit., p. 174).



*ex novo* por la Ley de 5 de noviembre de 1984, no presenta diferencia alguna con el texto de la norma comunitaria, incorporando en sentido prácticamente literal la solución de esta última. El artículo 34.5 *in fine* del Código de Comercio (Título IX del Libro I) dispone a estos efectos que:

“Si l'augmentation de capital annoncée n'est pas entièrement souscrite, la capital n'est augmenté à concurrence des souscriptions recueillies que si les conditions de l'émission ont expressément prévu cette possibilité”.

## 1.2. La incorporación modificada: el caso francés

1. El caso de Francia merece una particular atención debido a la especial manera en que ha sido incorporado el artículo 28 de la Segunda Directiva. El régimen jurídico previsto para el aumento incompleto del capital social en la redacción originaria del artículo 185 de la antigua Ley de Sociedades Comerciales de 1966 —que en todo caso declaraba ineficaz el aumento del capital no suscrito íntegramente<sup>134</sup>— había suscitado múltiples críticas, tanto en el ámbito de la doctrina mercantil, como por parte de los propios operadores económicos, que veían en la norma un obstáculo artificial e innecesario para la práctica de operaciones de financiación con reforzamiento de fondos propios. En concreto, se había calificado la solución legalmente arbitrada de excesivamente rígida, y se había argumentado en su contra que la ineludible ineficacia del aumento incompleto a que conducía la aplicación del artículo 185 obligaba a abandonar la realización de operaciones de aumento de capital casi íntegramente suscritas, privando así a la sociedad de fondos propios que le habrían sido muy útiles o necesarios y cuya falta podría ocasionar un notable perjuicio a los intereses de la misma<sup>135</sup>.

2. La Ley nº 81-1162 de 30 de diciembre de 1981, de adaptación del Derecho

---

<sup>134</sup> *Vid. supra.* Capítulo 1º, III, 2.2.1.2.

<sup>135</sup> *Vid.*, por todos, GUYON, “La mise en harmonie”, *cit.*, p. 3067-8.

francés de sociedades a la Segunda Directiva, supone un radical cambio cualitativo en el tratamiento legal del problema. El artículo 11 de esta Ley de reforma introduce en el Derecho francés la posibilidad de aumentos de capital "escindibles", en una peculiar adaptación del artículo 28 de la citada Directiva. Así, el artículo 185 de la Ley de Sociedades Comerciales de 1966 (en la actualidad, artículo L. 225-134 del *Code de Commerce* de 2000), después de su reforma por la Ley de 1981, otorga la posibilidad de que el Consejo de administración o el Directorio, según el caso, puedan decidir limitar el aumento de capital al montante de las suscripciones recogidas, bajo la doble condición de que éstas alcancen los 3/4 al menos del aumento acordado y que esta facultad de reducción haya sido prevista expresamente en el momento de la emisión. En concreto, el precepto pasó a establecer lo siguiente:

"Si les souscriptions à titre préférentiel et les attributions faites en vertu de souscriptions à titre réductible n'ont pas absorbé la totalité de l'augmentation du capital, le solde est réparti par le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, si l'assemblée générale extraordinaire n'en a pas décidé autrement. Compte tenu de cette répartition, le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, peut de plus décider de limiter l'augmentation du capital au montant des souscriptions sous la double condition que celui-ci atteigne les trois quarts au moins de l'augmentation décidée et que cette faculté ait été prévue expressément lors de l'émission. A défaut, l'augmentation du capital n'est pas réalisée."

La nueva regulación merece algún comentario. Por un lado, en lo que se refiere a la posibilidad misma de limitar el aumento del capital a la cifra menor representada por las suscripciones efectuadas, la reforma fue acogida favorablemente por la generalidad de la doctrina, que vio en ella una nueva facultad de elección otorgada a los accionistas y, sobre todo, un elemento más de pragmatismo y de dulcificación del régimen en extremo riguroso que hasta ese momento era aplicable a las ampliaciones de capital en las sociedades anónimas<sup>136</sup>.

---

<sup>136</sup> Entre otros, GUYON, "La mise en harmonie", *cit.*, p. 3067-8; LE FÉVRE, "La traduction en droit français", *cit.*, p. 454; DANA-DÉMARET, *Le capital social*, *cit.*, p. 172. En realidad, la reforma operada en esta materia por la Ley de 30 de diciembre de 1981 no estuvo motivada exclusivamente por la necesidad de adaptación a la Segunda Directiva en materia de sociedades, cuyo artículo 28 no era, para algunos una disposición de adopción obligatoria por parte de los Estados miembros (así, LE FÉVRE, "La traduction en droit français", *cit.*, p. 454). La Ley de 1981,

Por otro lado, en lo que respecta a las condiciones en las que ha de basarse la eventual decisión de adaptación de la cifra de aumento al resultado de la suscripción que adopten los administradores, aquélla debe sustentarse en dos premisas que actúan cumulativamente: que la cifra representada por las suscripciones efectuadas alcance al menos los tres cuartos del aumento acordado y que la facultad de reducción esté prevista en las condiciones de emisión. En cuanto a la primera, la decisión de subordinar la eficacia del aumento incompleto a la condición de que se alcancen los tres cuartos de la cifra del aumento acordado, parece evidenciar los recelos del legislador francés en cuanto a la admisión de los aumentos de capital "escindibles". El requisito de los tres cuartos supera las exigencias del Derecho comunitario al respecto, dado que el artículo 28 de la Segunda Directiva no subordina la validez del eventual aumento con

---

además de ser una Ley de adaptación, tiene un significado más profundo que debe ser entendido tomando como punto de referencia la situación política y económica francesa de los años 70 y principios de los 80. A finales de la década de los 70 se constata que la gran mayoría de las empresas francesas habían reducido al mínimo su capacidad de autofinanciamiento, lo que había provocado una generalizada insuficiencia de fondos propios y, en consecuencia, una acusada situación de endeudamiento. Este estado endémico en el patrimonio empresarial se debía fundamentalmente a dos órdenes de causas: una de carácter económico y otra, de importancia secundaria, de índole jurídica. En cuanto a la primera, la etapa de crecimiento económico que comienza a finales de los años 60 provocó que, en cuanto a la técnica de financiación, las empresas prefirieran acudir al préstamo externo (generalmente a entidades financieras) antes que al fortalecimiento de sus fondos propios. Los bajos intereses pagados a terceros hacían más rentable este modo de allegarse nuevos recursos que efectuar una operación de ampliación del capital, con petición de nuevas aportaciones a los accionistas o al público en general (estas consideraciones pueden verse en GUYON, "La mise en harmonie", *cit.*, p. 3067-1; GERRY, "Le régime des augmentations du capital", *cit.*, p. 261 y ss.). En cuanto a la segunda, es constatable que el régimen legal previsto para los aumentos de capital por la Ley de 1966 no favorecía en absoluto la realización de este tipo de operaciones, debido a que la rigidez del sistema convertía a los aumentos de capital en operaciones en extremo complicadas, caras y, sobre todo, excesivamente prolongadas en el tiempo (*vid.*, DANA-DÉMARET, *Le capital social*, *cit.*, p. 166). En este contexto, y ante el cambio operado en la economía mundial, al inicio de los años 80 el Gobierno de la nación dispuso un conjunto de medidas legislativas dirigidas a favorecer y facilitar la restauración de los fondos propios de las empresas. Es en este marco de actuación el que se encuadra la Ley de reforma de 30 de diciembre de 1981 de adaptación a la Segunda Directiva CEE en materia de sociedades, así como la Ley de 3 de enero de 1983, "sobre el desarrollo de las inversiones y la protección del ahorro", y la Ley de 14 de diciembre de 1985, Leyes que, entre otras materias, modifican el régimen aplicable a los aumentos del capital *en numéraire*, suprimiendo formalismos innecesarios, simplificando su realización, y acelerando el desenlace de la operación, con el fin de reorientar hacia esta modalidad de crecimiento de los fondos propios la elección de los empresarios en cuanto al mecanismo de financiación (*vid.* DANA-DÉMARET, *Le capital social*, *cit.*, p. 164 y ss.).

suscripción incompleta a la obtención de una determinada cifra de capital<sup>137</sup>. En cuanto a la segunda, se exige que la asamblea general prevea expresamente en las condiciones del aumento la facultad del Consejo de administración o del Directorio de limitar el aumento acordado según el resultado de la suscripción. En este punto el legislador francés ha efectuado una interpretación extensiva del requisito exigido por el artículo 28 del mencionado texto comunitario. Este precepto, como ya hemos señalado, viene a condicionar la validez de un aumento incompleto a la previsión expresa de esta circunstancia en las condiciones de emisión, de modo que parece obligar a la sociedad a aceptar el eventual aumento no suscrito íntegramente antes de conocer el resultado de la suscripción si no desea correr el riesgo de ver fracasada por completo la operación. En contra de esta interpretación restrictiva, la Ley francesa sólo exige que la asamblea general que decide el aumento faculte a los administradores para decidir sobre la eficacia del aumento incompleto, decisión que los administradores adoptarán una vez finalizado el plazo de suscripción y después de haber intentado —o no— la colocación de las acciones sobrantes. En otros términos, la asamblea general que acuerda el aumento del capital tiene la competencia de abrir la posibilidad para la validez del aumento incompleto, posibilidad que los administradores decidirán "a posteriori", es decir, tras el cierre del plazo previsto para la suscripción, poner o no en práctica<sup>138</sup>.

---

<sup>137</sup> En contra de la incorporación de la condición legal suplementaria de una suscripción mínima, LE FÉVRE, "La traduction en droit français", *cit.*, p. 454, quien considera que, a pesar de que la medida se encuentra orientada —a su juicio— a intensificar la protección de los suscriptores, hubiera sido preferible otorgar un mayor margen de actuación a la asamblea general que prevé la facultad de aumento parcial y al órgano de administración que la pone en práctica, sin incorporar ulteriores condicionamientos más allá de los ya establecidos en el artículo 28 de la Segunda Directiva.

<sup>138</sup> Vid. VV.AA., *Mémento Pratique Francis Lefebvre, (Sociétés Commerciales)*, Paris, 1994, marginal 2075, subrayando que la decisión del consejo de administración o del directorio sobre si limita el aumento a las suscripciones recibidas o lo deja sin efecto no puede ser adoptada sino una vez concluido el plazo de suscripción (también MESTRE/BLANCHARD-SÉBASTIEN, *Lamy Sociétés Commerciales, cit.*, marginal 3662). Algunos autores parecen considerar que la exigencia contenida en el artículo 28 de la Segunda Directiva, en el sentido de que para que el aumento del capital pueda quedar reducido a la cuantía de las suscripciones efectuadas debe haberse previsto en las condiciones de emisión esta posibilidad, queda cumplida sobradamente con el hecho de que los suscriptores conozcan la *eventualidad* de esta reducción —esto es, que los administradores pueden decidir limitar la cuantía del aumento al volumen suscrito tras el cierre del plazo de suscripción— antes de suscribir las acciones (así, GUYON, "La mise en harmonie", *cit.*, p. 3067-8). Por esta razón se entiende que en los boletines de suscripción debe informarse de las

3. El régimen del aumento del capital con suscripción incompleta ha sido posteriormente modificado por la Ley nº 83-1 de 3 de junio de 1983<sup>139</sup> y, por último, por la Ley nº 85-1321 de 14 de diciembre 1985, que configura el régimen vigente hasta el momento. Con esta última reforma no sólo se confirma la posibilidad de aumentos de capital "escindibles", sino que, además, se dulcifica el régimen aplicable, otorgando una más amplia gama de posibilidades de actuación dejadas, bajo ciertas condiciones, a la iniciativa de los administradores. El régimen establecido en la redacción actual del artículo L. 225-134 del *Code de Commerce* de 2000 (antiguo artículo 185 de la Ley de Sociedades Comerciales de 1966) distingue en atención a que las suscripciones hayan superado o no el 97% del aumento acordado. Si las acciones no suscritas representan menos del 3% de la cuantía de aumento decidida, el Consejo de administración o el

---

diferentes opciones concedidas a los administradores para el caso de que los derechos de suscripción a título irreductible y reductible no absorban el total de las acciones emitidas (*vid.*, por ejemplo, MESTRE/BLANCHARD-SÉBASTIEN, *Lamy Sociétés Commerciales*, *cit.*, marginal 3661).

No está claro, sin embargo si la cláusula estableciendo esa facultad de reducción ha de establecerla necesariamente la asamblea general en el acuerdo de aumento o si puede quedar a la iniciativa del órgano de administración cuando éste tenga delegada competencia para la realización del aumento y la fijación de las modalidades (*vid.* art. L. 225-129 del *Code de Commerce*) sin necesidad de que en el acuerdo de delegación establezca nada específico al respecto. En defensa de la segunda solución, GUYON, "La mise en harmonie", *cit.*, p. 3067-8; en el mismo sentido, GERRY, "Le régime des augmentations", *cit.*, p. 278, precisando, además, que si la asamblea quiere obligar al consejo o al directorio a renunciar al aumento incompleto, se necesita que ello figure en la propia delegación, pudiendo los administradores, si no, establecer la previsión que consideren conveniente; en contra, MESTRE/BLANCHARD-SÉBASTIEN, *Lamy Sociétés Commerciales*, *cit.*, marginal 3662).

<sup>139</sup> En realidad, la reforma operada por la Ley de 1983 en el artículo 185 de la antigua Ley de Sociedades Comerciales de 1966 (hoy, artículo L. 225-134 del *Code de Commerce*) no es más que una corrección de la redacción, realizada al efecto de hacerla congruente con el nuevo régimen de los derechos de suscripción preferente a título irreductible y reductible que esta Ley instaura. Además de modificar otros aspectos de la operación de aumento del capital, la Ley de 1983 incide sobre el derecho de suscripción a título reductible previsto en el artículo 184 de la Ley de 1966 (artículo L. 225-133 del *Code de Commerce*), en el sentido de que a partir de este momento este derecho sólo estará reconocido si la Junta general así lo ha decidido expresamente. Ahora bien, aunque la Ley de 1983 no supone un cambio sustancial directo en la regulación del aumento incompleto, esta modificación sí se produce indirectamente, al hacer depender las consecuencias de la suscripción incompleta del hecho de que la Junta haya acordado o no la posibilidad de suscribir a título reductible. Sobre las distintas hipótesis posibles, *vid.*, por todos, GERRY, "Le régime des augmentations du capital", *cit.*, p. 275 y ss.). El régimen resultante de la reforma operada por la Ley de 1983, fruto de un imperfecto sistema de reenvíos entre los artículos 183, 184 y 185 de la Ley de Sociedades Comerciales de 1966 (art. L. 225-132, L. 225-133 y L. 225-134 *Code de Commerce* de 2000) fue objeto de múltiples críticas (*vid.*, así, A. SAYAG/A. PALMADE, "Le capital social et sa rémunération après les récentes réformes", *Rev. Soc.*, 1983, IV, p.715 ss.).

Directorio pueden de oficio —es decir, sin necesidad de habilitación alguna por parte de la Junta general— decidir limitar el aumento al montante conseguido, considerándose nula toda cláusula contraria al ejercicio de esta facultad (art. L. 225-134 *in fine*). En cualquier caso, se trata de una simple facultad que el órgano de administración decidirá, según su criterio, ejercitar o no<sup>140</sup>. Los administradores podrían, en consecuencia, decidir según su criterio dejar ineficaz totalmente el aumento incompleto, a pesar de que la cuantía no suscrita no llega a superar el 3% de la cifra del aumento. Si, por el contrario, las suscripciones efectuadas representan sólo un porcentaje igual o inferior al 97% de la cuantía de aumento acordada, el Consejo de administración o el Directorio pueden utilizar a su elección y en el orden que ellos consideren conveniente todas o algunas de las siguientes facultades: limitar el aumento a la cifra menor resultante de la suscripción si ésta alcanzó los tres cuartos del aumento acordado y esta facultad fue prevista expresamente en el momento de la emisión, repartir libremente las acciones sobrantes, a menos que la asamblea general haya decidido otra cosa y, en fin, ofrecer las acciones al público en caso de que la asamblea general haya admitido expresamente esta posibilidad<sup>141</sup>. Sólo ante el fracaso o la no adopción de ninguna de estas opciones, el aumento del capital "n'est pas réalisé"<sup>142</sup>.

### 1.3. La falta de incorporación legal: el caso alemán

1. Como representativo de los Estados que aún tras la incorporación de la Segunda Directiva carecen de una regulación legal específica del problema de la

---

<sup>140</sup> DANA-DÉMARET, Voz "Capital social", *Repertoire des Sociétés Dalloz*, oct. 1994, p. 28; VV.AA., *Mémento Pratique Francis Lefèvre (Sociétés Commerciales)*, cit. marginal 2075; MESTRE/BLANCHARD-SÉBASTIEN, *Lamy Sociétés Commerciales*, cit., marginal 3665).

<sup>141</sup> En relación con las combinaciones posibles en la utilización de estas soluciones puede verse MESTRE/BLANCHARD-SÉBASTIEN, *Lamy Sociétés Commerciales*, cit., marginales 3661-3663).

<sup>142</sup> Para evitar esta última consecuencia, algunos admiten todavía que una asamblea general extraordinaria, tras el cierre del período de suscripción, pueda *por unanimidad* decidir limitar el aumento a la cifra suscrita (así, DANA-DÉMARET, Voz "Capital social", cit., p. 27; en el mismo sentido, incluso en el caso de que las suscripciones efectuadas no hayan alcanzado las tres cuartas partes de la cifra de aumento acordada, MESTRE/BLANCHARD SÉBASTIEN, *Lamy*

suscripción incompleta del aumento del capital social es de destacar el caso de la República Federal de Alemania. En el Derecho alemán, el mismo silencio legal que ya existía antes de la incorporación de la Segunda Directiva con respecto al problema de la suscripción incompleta del aumento del capital sigue manteniéndose en el Derecho vigente, ya que la Ley de adaptación del Derecho alemán de sociedades a la Segunda Directiva (Ley de 13 de diciembre de 1978) no incorporó en absoluto el contenido del artículo 28 del mencionado texto comunitario, ni tampoco la introducción de un precepto regulador de esta cuestión se ha producido con posterioridad<sup>143</sup>.

2. Ante esta situación, han permanecido también invariables, en esencia, las opiniones ya mantenidas antes de la aprobación y posterior incorporación del referido texto comunitario. Así, la generalidad de los autores consideran actualmente que en el caso improbable de que el aumento del capital de una sociedad anónima no se encuentre asegurado previamente (bien por un banco o sindicato de emisión, bien por uno o varios de los accionistas, que se han comprometido a suscribir la totalidad de las acciones), es aconsejable que el acuerdo de aumento se limite a señalar como cuantía de la ampliación una simple cifra máxima (*Höchstbetrag*) o una cifra entre un mínimo y un máximo (*Mindest- und Höchstbetrag*)<sup>144</sup>. La elección de la sociedad en favor de este procedimiento

---

*Sociétés Commerciales*, cit., marginal 3664, si bien consideran preciso que al acuerdo de la asamblea general extraordinaria se sume el acuerdo unánime de todos los suscriptores.

<sup>143</sup> Poniendo de manifiesto la inexistencia en el Derecho alemán de una norma que contemple el problema de la falta de íntegra suscripción del aumento del capital, DRINKUTH, *Die Kapitalrichtlinie*, cit., p. 238, si bien destaca que la institución del aumento de capital condicionado prevista en los §§ 192 y ss. AktG presenta una cierta similitud.

<sup>144</sup> Tratándose de un aumento de capital ordinario, si la Junta General opta por establecer una simple cifra máxima y mínima o una cifra máxima de aumento, es preciso que en el propio acuerdo de aumento se establezca además un concreto período de tiempo en el que deberán tener lugar las suscripciones, a fin de evitar que los administradores puedan influir en la configuración de la cifra de capital social traspasando los límites del aumento ordinario (M. LUTTER, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, 2ª ed., Köln-Berlin-Bonn-München, 1990, § 182, marginal 17; U. HÜFFER, *Aktiengesetz*, 3ª ed., München, 1997, § 182, marginal 12; G. KRIEGER, en VV.AA., *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts*, IV, München, 1999, § 57, marginal, 23; en el ámbito de la sociedad de responsabilidad limitada, K. ZIMMERMANN, en H. Roweder/H. Fuhrmann y otros, *GmbHG Kommentar*, 3ª ed., München, 1997, § 55, marginal 9; M. LUTTER/P. HOMMELHOFF, *GmbH-Gesetz*, 14ª ed., Köln, 1995, § 55, marginal 4; H.-J. PRIESTER, en F. SCHOLZ/H.-J. PRIESTER, *Kommentar zum GmbH-Gesetz*, 8ª ed., Köln, 1995, § 55, marginal 20; P. ULMER, en Hachenburg/Ulmer, *GmbHG Grosskommentar*, 8ª ed., Berlin-New York, 1992, § 55

“flexible” de fijación de la cuantía de la ampliación del capital debe resultar de forma clara e inequívoca del contenido del acuerdo de aumento<sup>145</sup>, de modo que, en la duda, se entenderá que la sociedad sólo ha querido vincularse con los suscriptores por el total de la cifra que consta en el acuerdo<sup>146</sup>. Así, dentro de estos márgenes preestablecidos por la Junta en el acuerdo de aumento, los administradores podrán ejecutar e inscribir la operación en la cuantía conseguida tras el cierre del plazo de suscripción, aunque ésta haya resultado ser inferior a la cifra máxima acordada<sup>147</sup>. Una vez que dentro de los márgenes de la cuantía máxima o mínima/máxima acordada la cifra efectivamente suscrita ha sido inscrita en el Registro Mercantil, será esta última cifra y no la cifra máxima que constaba en el acuerdo de aumento la que finalmente valga como cuantía del aumento del capital, careciendo de toda eficacia las posteriores suscripciones de la parte de la cifra máxima de aumento acordado que quedó sin cubrir. Esto significa que el acuerdo de aumento se “agota” en la cifra suscrita aunque no se haya llegado al

---

marginal 13; en contra, únicamente, W. ZÖLLNER, en A. Baumbach/A. Hueck, *GmbH-Gesetz*, 15ª ed., München, 1988, § 55, marginal 6; C. BUYER, “Die Kapitalerhöhung bei der GmbH”, *DB*, 1985, Beil. 27, p. 1 y ss.). Por la misma razón, se considera que en un aumento del capital ordinario la Junta general no puede establecer en el acuerdo de aumento sólo un importe mínimo, dejando abierta por arriba la cifra definitiva del aumento. Semejante actuación llevaría a traspasar el límite hacia el aumento del capital autorizado al margen de las reglas legalmente establecidas, porque los administradores podrían entonces fijar el importe total definitivo del aumento (*vid.* F. KIMPLER, *Die Abgrenzung der Zuständigkeiten von Hauptversammlung und Vorstand bei der Kapitalerhöhung*, Frankfurt am Main, 1994, p. 6-7). Algunos autores admiten, sin embargo, que el acuerdo de aumento se limite simplemente a establecer que la cifra definitiva del aumento del capital dependerá de la cantidad de nuevas acciones que se suscriban dentro de un plazo de suscripción fijado (KRIEGER, *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrecht*, IV, 2ª ed., cit., § 56, marginal 24).

<sup>145</sup> ULMER, *GmbHG Grosskommentar*, 8ª ed., cit., § 55, marginal 13.

<sup>146</sup> SCHOLZ/PRIESTER *Kommentar zum GmbH-Gesetz*, 8ª ed., cit. § 55, marginales 20 y 99, y § 57, marginal 2.

<sup>147</sup> Obviamente, en el Registro Mercantil no podrá ser inscrita la cifra máxima de aumento de capital acordada, sino sólo la cifra efectivamente suscrita (SCHOLZ/PRIESTER, *Kommentar zum GmbH-Gesetz*, 8ª ed., cit., § 57, marginal 5; ZÖLLNER, *GmbH-Gesetz*, 15ª ed., cit., § 57, marginal 15; BUYER, “Die Kapitalerhöhung bei der GmbH”, cit., p. 2). Por esta razón, si el acuerdo de aumento se limitó a establecer solamente una cifra máxima, en la solicitud de inscripción de la ejecución del aumento del capital en el Registro Mercantil los administradores deberán hacer constar el importe de aumento de capital que ha sido efectivamente suscrito (ZIMMERMANN, *GmbHG Kommentar*, 3ª ed., cit., § 57, marginal 5), a fin de que el registrador pueda comprobar que el importe suscrito se encuentra dentro de los márgenes fijados en el acuerdo y valorar la congruencia entre la cifra de capital suscrita y la cifra de aumento del capital cuya inscripción se solicita (ZÖLLNER, *GmbH-Gesetz*, 15ª ed., cit., § 57, marginales 4 y 6; indirectamente, SCHOLZ/PRIESTER, *Kommentar zum GmbH-Gesetz*, 8ª ed., cit., § 57, marginal 5).



máximo del aumento acordado, no pudiendo tener lugar con posterioridad a la inscripción ulteriores suscripciones por el resto<sup>148</sup>.

No obstante, el acuerdo de aumento puede también haberse limitado a establecer una cifra de aumento fija y determinada (*fester Erhöhungsziffer*). En estos casos, una posible suscripción incompleta tendría como consecuencia el fracaso total de la operación, que no podría ser inscrita en el Registro Mercantil ni tan siquiera en la medida correspondiente a las suscripciones efectuadas<sup>149</sup>. De igual manera, la eficacia de la operación de aumento no podría ser salvada mediante un nuevo acuerdo de la Junta General que redujera la cuantía de aumento inicialmente acordada a la cuantía finalmente suscrita<sup>150</sup>. Fracasada la

---

<sup>148</sup> Así, SCHOLZ/PRIESTER, *Kommentar zum GmbH-Gesetz*, 8ª ed., cit., § 57, marginal 5; ULMER, *GmbHG Grosskommentar*, 8ª ed., cit., § 55, marginal 13.

<sup>149</sup> Es opinión unánime, *vid.*, por todos, KIMPLER, *Die Abgrenzung der Zuständigkeiten*, cit., p. 6-7. La suscripción completa de la cifra de aumento que consta en el acuerdo constituye una condición material de la solicitud de inscripción (*vid.*, por ejemplo, LUTTER, en *Kölner Komm.*, 2ª ed., cit. § 188, marginal 8; HÜFFER, *Aktiengesetz*, 2ª ed., cit. § 188, marginal 4; en relación con la sociedad limitada, ULMER, *GmbHG Grosskommentar*, 8ª ed., cit., § 57, marginal 4). Así, en caso de ser solicitada la inscripción de un aumento del capital en cuantía inferior a la acordada, el registrador, en ejercicio de su deber de control de la validez formal y material de dicha solicitud, deberá rechazar la inscripción (es opinión unánime, *vid.* en este sentido, LUTTER, *Kölner Komm.*, cit., § 182, marginal 17, p. 111, § 188, marginal 8, p. 250, y § 189 marginal 6; KRIEGER, *Münchener Handbuch*, cit., § 56, marginal 20, p. 581; respecto de la sociedad de responsabilidad limitada, entre otros, ULMER, *GmbHG Grosskommentar*, 8ª ed., § 57 marginal 4 y § 55 marginal 81; ZÖLLNER, *GmbH-Gesetz*, cit., § 55, marginales 5 y 6 y § 57, marginal 4; ZIMMERMANN, *GmbHG Kommentar*, cit., § 57, marginal 3; SCHOLZ/PRIESTER, *Kommentar zum GmbH-Gesetz*, cit., § 57, marginales 2 y 4). La doctrina se pregunta sobre las consecuencias de que, no obstante la prohibición, el registrador practique la inscripción. Para unos, la inscripción carece de eficacia sanatoria del vicio (así, HÜFFER, *Aktiengesetz*, cit., § 189 marginal 4; HEFERMEHL/BUNGEROTH, en E. Gessler/W. Hefermehl/U. Eckardt/B. Kropff/E. y otros, *Aktiengesetz Kommentar*, München, 1989, § 189, marginal 28) por lo que procederá la cancelación de la inscripción, bien de oficio o bien a solicitud del órgano de administración de la sociedad afectada (no obstante, *vid.* las dudas que se plantean en torno a la posibilidad de que el registrador cancele de oficio la inscripción en LUTTER, *Kölner Komm.*, cit., § 189 marginal 6 y § 188 marginal 50; M. LUTTER/R. FRIEDEWALD, "Kapitalerhöhung, Eintragung im Handelsregister und Amtslösung", *ZIP*, 11/1986, p. 691 y ss.). Para otros, la inscripción permite tener por eficaz el aumento del capital en la cifra efectivamente asumida, a menos que resulte probado que los adquirentes de las nuevas participaciones sólo quisieron vincularse bajo la condición de la obtención del total de la cuantía del aumento del capital que fue acordada (así, SCHOLZ/PRIESTER, *Kommentar zum GmbH-Gesetz*, cit., § 55, marginal 43; ULMER, *GmbHG Grosskommentar*, 8ª ed., cit., § 54, marginal 35 y § 57, marginal 55).

<sup>150</sup> Así, expresamente, HEFERMEHL/BUNGEROTH, *Aktiengesetz Kommentar*, cit., § 182, marginal 53, p. 132 y § 188, marginal 11, p. 312. En efecto, aunque la doctrina alemana admite la revocación y la modificación de un acuerdo de aumento hasta el momento de la inscripción de su ejecución en el Registro Mercantil, incluso aunque ya se hubieran efectuado suscripciones

operación de aumento del capital, los suscriptores quedan liberados de su obligación de aportar, pudiendo reclamar a la sociedad la restitución de las aportaciones ya realizadas<sup>151</sup>.

---

(LUTTER, *Kölner Komm., cit.*, § 189 marginales 3 y 8; HÜFFER, *Aktiengesetz, cit.*, § 182 marginal 16), las suscripciones realizadas en ejecución del acuerdo de aumento revocado o modificado son ineficaces, quedando a salvo el derecho de los suscriptores a la indemnización de los daños y perjuicios que se hubieran podido generar por vulneración de la confianza de los suscriptores en el buen fin de la operación (HEFERMEHL/BUNGEROTH, *Aktiengesetz Kommentar, cit.*, § 182, marginales 48-50). No obstante, en relación a la sociedad de responsabilidad limitada, sí parece admisible que en caso de suscripción incompleta de la *cifra fija* acordada pueda adoptarse un nuevo acuerdo que modifique el anterior en este punto sin necesidad de proceder a una nueva suscripción de la cifra establecida en este segundo acuerdo (*vid.*, así, SCHOLZ/PRIESTER, *Kommentar zum GmbH-Gesetz, cit.*, § 55, marginal 99; ULMER, *GmbH Kommentar*, 8º ed., § 55 marginal 81; SCHULZE, en Bartl/Fichtelmann/Henkes/Schlarb/Schulze, *GmbH-Recht. Heidelberger Kommentar*, 4ª ed., Heidelberg, 1998, § 57, marginal 2).

<sup>151</sup> A pesar del silencio legal, la doctrina entiende que en estos casos decae la causa de la obligación de aportar. Así, entre muchos otros, LUTTER, en *Kölner Komm., cit.*, § 189, marginales 14 y 15; SCHOLZ/PRIESTER, *Kommentar zum GmbH-Gesetz, cit.*, § 55, marginal 96), precisando que a pesar de la existencia de este derecho de restitución, las aportaciones son tratadas mientras tanto como capital propio y no como capital ajeno, como si el aumento del capital pudiera ser todavía inscrito en el Registro Mercantil. Ante el riesgo de que la operación de aumento del capital no pueda llegar a buen fin, la doctrina subraya la conveniencia, en interés de los suscriptores, de arbitrar mecanismos con el fin de asegurar que la sociedad pueda efectivamente atender las pretensiones de restitución de las aportaciones realizadas (*vid.* el planteamiento del problema y las diferentes propuestas de LUTTER en *Kölner Komm., cit.*, § 189 marginales 17-22 y HÜFFER, *Aktiengesetz, cit.*, § 188 marginal 10).

En realidad, los autores alemanes vienen conectando la solución que haya de darse al problema de los aumentos del capital social parcialmente suscritos con la respuesta que se dé a la más genérica cuestión de la posibilidad de inscribir sólo una parte —la parte válida— de los acuerdos de modificación de estatutos ya adoptados y, en su caso, ejecutados. Ante tal cuestión, y partiendo del carácter constitutivo que en el Derecho societario alemán tiene la inscripción de las modificaciones estatutarias en el Registro Mercantil, la doctrina ha venido preguntándose sobre si la inscripción de sólo una parte del acuerdo de modificación de estatutos puede ser considerada válida y eficaz con relación a esa parte o si, por el contrario, debe ser declarada por completo ineficaz. Si bien en obras anteriores se defendió la admisibilidad de la eficacia parcial de la inscripción —esto es, en la medida en que la misma se correspondiera con la parte válida y correctamente ejecutada del contenido del acuerdo social— siempre que esa parte del acuerdo inscrita pudiera tener entidad y sustancia propias (así, entre otros, SCHILLING, *GmbH-Gesetz, cit.*, 6ª ed., 1959, § 54, marginal 6, citando como ejemplo, precisamente, la inscripción de un aumento del capital en cuantía inferior a la acordada), en la actualidad esta opinión sólo se sostiene en la medida en que se cumplan dos condiciones: por un lado, que la parte válida del acuerdo pudiera ser presentada a inscripción de manera separada (esto es, que la parte válida tenga entidad y sustantividad propias) y, por otra, que efectivamente se acredite que existe voluntad por parte del órgano social competente que adoptó el acuerdo aumento de querer inscribir dicho acuerdo sólo por aquella parte válida (SCHOLZ/PRIESTER, *Kommentar zum GmbH-Gesetz, cit.*, § 54, marginal 88; ZIMMERMANN, *GmbHG Kommentar, cit.*, § 54, marginal 29). Por esta razón, si la junta general determinó en el acuerdo de aumento una cifra fija y concreta en la que debía ser aumentado el capital, deberá interpretarse que la misma constituye una cifra indivisible, no existiendo, en consecuencia, voluntad de la sociedad de aceptar como válido un aumento del capital por sólo una parte de aquella cuantía.

## 2. La incorporación al Derecho español

Aunque la vigente normativa española sobre la suscripción incompleta del aumento del capital en el ámbito de la sociedad anónima será objeto de un análisis exhaustivo en los siguientes capítulos, conviene indicar que, desde el punto de vista de la mayor o menor fidelidad al texto comunitario, el Derecho español pertenece sin duda a aquel grupo de Estados que han incorporado sin cambios sustanciales el contenido del artículo 28 de la Segunda Directiva. Sobre la base del silencio de la legislación previgente en relación con esta cuestión, la Ley española constituye una fiel adaptación de la referida norma comunitaria, cuyo contenido ha sido reproducido, como es sabido, en el artículo 161 LSA. Al igual que está previsto en el artículo 28 de la Segunda Directiva, el artículo 161.1 LSA viene a establecer también como regla general la *inescindibilidad* o indivisibilidad del aumento del capital social, permitiendo la eficacia del aumento incompleto "sólo si las condiciones de la emisión hubieran previsto expresamente esta posibilidad". De la norma comunitaria sólo se diferencia en el hecho de precisar que la norma entrará en juego cuando el aumento no se suscriba íntegramente "dentro del plazo fijado para la suscripción".

Pero más allá de la fidelidad en la incorporación del contenido de la norma comunitaria, la norma española ha completado la regulación del problema con dos ulteriores previsiones no contempladas por aquélla, para el caso de que la consecuencia de la suscripción incompleta sea la ineficacia del aumento: por un lado, la obligación de publicar esta circunstancia en el Boletín Oficial del Registro Mercantil, y, por otro, la obligación de restituir a los suscriptores las aportaciones realizadas dentro del mes siguiente al cierre del plazo de suscripción (art. 161.2 LSA)<sup>152</sup>. En este punto, no sea quizá demasiado arriesgado afirmar que la norma

---

<sup>152</sup> En los primeros trabajos de la reforma de la legislación española en materia de anónimas no aparecía este conjunto de previsiones hoy contenido en el párrafo segundo del artículo 161 LSA. Tanto el artículo 140 del Anteproyecto de Ley de Sociedades Anónimas de 1979 como el artículo 98 del Anteproyecto de Ley de Reforma parcial y de Adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la CEE en materia de sociedades de 1987, se limitaban a transplantar el dictado del artículo 28 de la Segunda Directiva, coincidiendo, así, con el párrafo primero del actual artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas. Es durante el paso del Proyecto de Ley de Reforma parcial y de Adaptación por el Congreso de los Diputados cuando a la norma sobre

española ha recibido cierta influencia de su homóloga en el Derecho portugués, que también contiene dos parecidas previsiones<sup>153</sup>.

---

suscripción incompleta del aumento del capital (art. 159 f) se le añade un segundo párrafo, que se convertirá en el segundo párrafo del vigente artículo 161, a raíz del dictamen de la Comisión de Justicia del Congreso de los Diputados (la introducción de este párrafo careció de enmienda previa, por lo que no aparece en el texto de la ponencia).

<sup>153</sup> Sólo indicar en este momento que frente al Derecho portugués, que parece prever la comunicación del fracaso global de la operación de aumento con carácter exclusivo a las personas que efectivamente suscribieron (*cfr.* art. 457.3 del Código de Sociedades Comerciales), el Derecho español, al exigir la publicación de esta circunstancia en el BORME, opta por un sistema de comunicación que permite el acceso a esta información al público en general. Esta previsión, al margen del carácter sancionador que puede verse en la obligación para la sociedad de comunicar públicamente el fracaso del aumento del capital, merece un juicio positivo si se tiene en cuenta que en el resultado de la operación también pueden estar interesados terceros no suscriptores. Por otro lado, la norma española, frente a la portuguesa, prevé un doble mecanismo de restitución de las aportaciones realizadas (restitución directa a los suscriptores o consignación a su nombre en el Banco de España o en la Caja General de Depósitos), que permite a la sociedad liberarse en caso de no ser posible la restitución directa o en caso de que el aportante rehúse su recibo.

## **CAPÍTULO SEGUNDO**

### **LA CONFIGURACIÓN DEL TIPO NORMATIVO DE LA SUSCRIPCIÓN INCOMPLETA**

## I. PRELIMINAR

Como es sabido, en el ámbito de la dogmática clásica de la norma jurídica se habla de normas jurídicas "completas", para identificar aquellas normas cuya estructura interna se encuentra integrada por dos elementos básicos: el elemento del "supuesto de hecho" y el elemento de la "consecuencia jurídica", que la propia norma enlaza o liga al primero. Mientras que el "supuesto de hecho" contiene la descripción —más o menos abstracta, o más o menos concreta— de los hechos, circunstancias o situaciones a que se refiere la norma, esto es, describe la *realidad normada*, la "consecuencia jurídica" viene a ser el efecto o efectos que la Ley establece para el caso de que se realice aquel supuesto de hecho<sup>154</sup>.

A la vista del contenido del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas no es difícil advertir que a este mismo esquema estructural responde el dictado de la norma sobre la suscripción incompleta del aumento del capital de la sociedad anónima. El artículo 161 comienza con la descripción de un determinado "supuesto de hecho", para, a continuación, dictar el efecto o "consecuencia jurídica" que se deriva de la realización o producción del mismo. Así, según el tenor literal de la norma, la sociedad que efectúa una operación de ampliación del capital social se encontrará con el supuesto de hecho tipificado bajo el título de *(S)uscripción incompleta* "cuando el aumento del capital no se suscriba íntegramente dentro del plazo fijado para la suscripción". La "consecuencia jurídica" que la norma establece para el caso de que ese hecho o circunstancia descrita como mera hipótesis ocurra o se concrete en el plano de la realidad es que "el capital se aumentará en la cuantía de las suscripciones efectuadas sólo si las condiciones de la emisión hubieran previsto expresamente esta posibilidad" (art. 161.1 LSA), precisando a continuación (art. 161.2) algunos aspectos derivados de la aplicación de esta "consecuencia".

---

<sup>154</sup> Vid., por todos, K. LARENZ, *Metodología de la ciencia del Derecho*, Barcelona, 1980, p. 242 y ss. Aunque la doctrina moderna ha contribuido a enriquecer la teoría de la norma, este esquema básico no ha sido puesto en duda, vid. en este sentido, J.A. SANTAMARÍA PASTOR, Voz "Norma jurídica", *Enciclopedia Jurídica Básica*, II, Madrid, 1994, p. 4440.

La forma en que el legislador ha estructurado la norma reguladora de la suscripción incompleta del aumento aconseja que el estudio de este precepto se lleve a cabo sobre la base de un análisis independiente de lo que es, por un lado, ese “supuesto de hecho”, y, por otro, la “consecuencia” o efecto jurídico derivado del acaecimiento del mismo.

Por lo que se refiere al “supuesto de hecho” —elemento normativo a cuyo análisis se dedicará este capítulo—, el estudio se realizará sobre la base de dos objetivos distintos: en primer lugar, la delimitación estricta de la realidad que subyace bajo ese “supuesto de hecho”, teniendo en cuenta, a este fin, la específica descripción que del mismo hace la disposición normativa; en segundo lugar, se hace preciso determinar en qué medida y de qué modo dicho supuesto de hecho teórico se manifiesta en la práctica societaria actual.

En cuanto al primer aspecto, la fórmula legal permite apreciar que el “supuesto de hecho” de la suscripción incompleta está integrado a su vez por dos elementos de distinta naturaleza: un primer elemento, que podría calificarse como de *naturaleza sustantiva*, y que viene dado por la falta de íntegra suscripción del total de las acciones emitidas en virtud del acuerdo de aumento (que representan la cifra o cuantía de la ampliación del capital), y un segundo elemento de *naturaleza temporal*, constituido por el plazo fijado para la suscripción de las nuevas acciones. Ambos elementos están estrechamente relacionados entre sí: el plazo de suscripción del aumento aparece en la norma como el marco que delimita los márgenes temporales dentro de los cuales queda subsumido el elemento sustantivo de la incompleta suscripción de las nuevas acciones emitidas. Sobre esta base, en las páginas que siguen trataremos, en primer lugar, de extraer el significado atribuible al elemento sustantivo de la falta de íntegra suscripción del aumento, para, seguidamente, afrontar algunas cuestiones que plantea el elemento temporal del plazo de suscripción.

El análisis del supuesto de hecho exige además determinar en qué medida el

referido supuesto teórico de la suscripción incompleta del aumento del capital tal y como es descrito en la norma es susceptible de verificarse en la realidad de la práctica societaria. La experiencia muestra que, en general y de uno u otro modo, las sociedades que aumentan su capital intentan blindarse del riesgo de una cobertura incompleta del mismo, habida cuenta de los efectos desfavorables —según se ha señalado— asociados a esta circunstancia. En cualquier caso, la práctica también muestra que en ocasiones no se adoptan medidas preventivas del referido riesgo, y que, en otras ocasiones, las medidas adoptadas no logran eliminarlo por completo, existiendo diferencias apreciables entre las sociedades abiertas y las sociedades cerradas, por un lado, y entre las emisiones públicas y las emisiones privadas, por otro.

En fin, por lo que se refiere al segundo elemento que compone la estructura interna de la norma —la denominada “consecuencia jurídica”—, es preciso aclarar dos órdenes distintos de cuestiones: en primer lugar, el significado y alcance de esa norma en relación con los actos principales que integran la operación de aumento del capital, intentando explicar las bases dogmáticas sobre las que puede sustentarse el criterio legal de conexión de la “consecuencia” al “supuesto de hecho” descrito; en segundo lugar, el tema del carácter imperativo o dispositivo atribuible al artículo 161 de la Ley de anónimas, a fin de determinar en qué medida puede la autonomía de la voluntad alterar o modificar las condiciones legales de aplicación de dicha “consecuencia” para adaptarla a los intereses presentes en cada concreta operación de aumento. Por razones sistemáticas, y al margen de las referencias concretas que se irán realizando al hilo del análisis del supuesto de hecho de la suscripción incompleta del aumento, el estudio detallado de estos dos aspectos queda relegado, respectivamente, al capítulo tercero y al capítulo cuarto de este trabajo.



## **II. DELIMITACIÓN DEL SUPUESTO DE HECHO NORMATIVO DE LA SUSCRIPCIÓN INCOMPLETA**

### **1. El elemento sustantivo del supuesto de hecho contemplado en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas**

#### **1.1. El elemento sustantivo como fenómeno legalmente referido al "aumento incompleto originario"**

##### **1.1.1. La suscripción incompleta como supuesto de "aumento incompleto"**

1. Desde la perspectiva del suscriptor, la suscripción de acciones representa la manifestación de una declaración de voluntad negocial dirigida a la sociedad mediante la cual una persona expresa libremente el deseo de adquirir una o varias acciones de nueva emisión, comprometiéndose en firme frente a aquélla a desembolsar el valor de las acciones suscritas según lo exigido en las condiciones de la emisión<sup>155</sup>. La falta de la íntegra suscripción de las nuevas acciones emitidas en ejecución del acuerdo de aumento (elemento sustantivo del supuesto de hecho normativo del artículo 161 LSA), da lugar, a la postre, a un supuesto de insuficiencia de compromisos de aportación, que impide cubrir o integrar económicamente la cifra de aumento acordada. En este sentido puede afirmarse que el aumento del capital no suscrito íntegramente es un aumento del capital *incompleto*.

2. Es preciso indicar que el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas no utiliza expresamente el término de "aumento incompleto" para describir el supuesto de hecho que regula. Sin embargo, esta expresión sí es empleada de manera específica por otro precepto que, aun presentando algunas diferencias con el primero, tiene un contenido en gran medida similar: el artículo 77 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada. Dicho precepto —como es sabido— considera que el aumento del capital es *incompleto* cuando el mismo no ha sido

---

<sup>155</sup> Vid., en la doctrina española clásica, GARRIGUES-Olivencia, *Comentario*, I, cit., p. 204-205.

desembolsado íntegramente dentro del plazo fijado al efecto<sup>156</sup>.

3. En cuanto a las diferencias existentes entre ambas normas, aquéllas derivan de la distinta terminología utilizada para definir en cada caso el supuesto de hecho regulado. En la terminología normativa se advierte que el factor desencadenante o el hecho relevante que integra el tipo normativo es distinto en cada caso: en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas es la falta de la *íntegra suscripción* del aumento en el plazo fijado para la suscripción, mientras que en el artículo 77 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada es la falta del *íntegro desembolso* del aumento dentro del plazo fijado al efecto. Esta diferencia no carece de significado. Si suscribir acciones significa solicitar la adquisición *ex novo* de la titularidad de una o varias acciones de nueva emisión, el supuesto de hecho del artículo 161, al margen de lo que más adelante se indicará, parece ir referido exclusivamente a la circunstancia de que, durante el plazo de tiempo establecido, las solicitudes de adquisición no han sido suficientes

---

<sup>156</sup> Así, mientras que el artículo 161 LSA lleva la rúbrica "Suscripción incompleta", el artículo 77 LSRL, se rubrica en la Ley con la expresión específica de "Aumento incompleto". La expresión "aumento incompleto" carece de tradición en el sistema jurídico español y sólo desde tiempos recientes se encuentra presente en los textos legales. De hecho, el término surge por vez primera en el ámbito legislativo con la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada de 1995. El hecho de que en el texto de la vigente Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada se haya utilizado el término de "aumento incompleto" para calificar uno de los supuestos de hecho que la misma regula, no contribuye, sin embargo, a la determinación exacta de su significado. Por un lado, la propia Ley restringe el empleo de esta expresión de manera exclusiva a uno sólo (la falta de desembolso íntegro del aumento del capital) de los múltiples supuestos que, como se verá, pueden dar lugar a un aumento incompleto del capital social. Por otro lado, algunos autores que, a raíz de la utilización legal del término, han intentado aclarar su significado, tras calificar de *anfibia* la expresión "aumento incompleto", otorgan a dicha expresión un significado notablemente más amplio, extendiendo su contenido, tanto a la existencia de participaciones sociales sin asumir, como, en general, a la falta de cumplimiento de algún requisito del aumento del capital (*vid.* R. Cabanas Trejo/J.M. Calavia Moreno (coord.), *Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, Madrid, 1995, p. 447). Ciertamente la expresión "aumento incompleto" es, *a priori*, lo suficientemente amplia o lo suficientemente abstracta para englobar cualquier situación o circunstancia en la que la operación de aumento del capital no ha podido ser concluida, o no lo ha sido válidamente, por la ausencia de cualquiera de los requisitos —formales o materiales—, exigidos en la Ley, o, incluso, de cualquiera de los actos previstos por la sociedad en cada caso concreto. No obstante, este significado amplio del término no resulta útil para determinar las consecuencias ligadas a estos supuestos de "aumento incompleto", ya que el elevado número y la heterogénea naturaleza de las circunstancias que, en hipótesis, podrían determinar que el aumento del capital quedara "incompleto", dificulta la tarea de establecer una consecuencia o efecto jurídico unitario.

para absorber la totalidad de la cifra de aumento, afectando al principio de íntegra suscripción del capital social. Una traslación mimética del supuesto de hecho de la suscripción incompleta al ámbito de la sociedad de responsabilidad limitada debería tener como resultado la identificación del *aumento incompleto* con el aumento del capital no *asumido* en su totalidad en el plazo establecido al efecto, dado el significado equivalente entre los términos suscribir acciones y asumir participaciones utilizados, respectivamente, en relación con la sociedad anónima y en relación con la sociedad de responsabilidad limitada<sup>157</sup>. Sin embargo, según se ha indicado, la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada, a la hora de definir lo que ha de entenderse por aumento incompleto, no ha puesto el acento en la asunción de las participaciones creadas, sino, directamente, en el *desembolso del aumento*<sup>158</sup>.

Estas consideraciones permiten señalar que el supuesto de hecho del *aumento incompleto* regulado en el artículo 77 de la Ley de limitadas presenta una doble vertiente: por un lado, coincidiendo con el supuesto de la suscripción incompleta regulado en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas, se identifica con la *falta de íntegra asunción* de las nuevas participaciones creadas (del capital *emitido*), ya que esta circunstancia determinará, naturalmente, la falta

---

<sup>157</sup> Como es sabido, el hecho de que las participaciones de una sociedad de responsabilidad limitada, frente a las acciones de una anónima, no sean títulos-valores es el motivo de la diferente terminología utilizada para designar fenómenos idénticos en una y otra forma social. Así, la LSRL de 1995 ha corroborado legalmente el empleo de los términos *creación* y *asunción* de participaciones, que ya venían siendo utilizados por la doctrina, como equivalentes de la *emisión* y *suscripción* de acciones en la sociedad anónima (por ejemplo, art. 73 y art. 75 LSRL).

<sup>158</sup> Probablemente, la diferencia tiene su explicación en el hecho de que, más allá de la evidencia de que el íntegro desembolso del capital tiene como presupuesto la íntegra asunción del mismo, la función del capital social en la sociedad de responsabilidad limitada no está relacionada tanto con el principio de la íntegra asunción como con el principio del íntegro desembolso. Como es sabido, en relación con las sociedades de responsabilidad limitada la Ley exige no sólo que el capital social esté íntegramente asumido —en lo que coincide con el régimen de la anónima (art. 12 LSA)— sino que, además, el capital asumido debe estar desembolsado por completo desde su origen (art. 4 LSRL). De esta última disposición normativa parece deducirse que una participación social no desembolsada por completo equivale a participación no asumida (*vid.* A. ROJO, "El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada", en C. Paz-Ares, (coord.), *Tratando de la sociedad limitada*, Madrid, 1997, p. 851, en el sentido de que en la sociedad de responsabilidad limitada el principio de íntegro desembolso parece absorber al principio de íntegra asunción).

de íntegro desembolso; por otro lado, también se comprenden en él los casos en que habiéndose producido la *íntegra asunción* de la cifra de aumento, ésta *no se ha desembolsado por completo*. Mientras que en los casos de la suscripción incompleta (en la sociedad anónima) o de la *asunción* incompleta (en la limitada), el problema se sitúa en el plano de la voluntad (los socios o terceros destinatarios de las nuevas acciones o participaciones no han su manifestado voluntad de solicitar la adquisición de las mismas en cantidad suficiente para cubrir la cifra del aumento del capital acordada y emitida), el supuesto de hecho normativo del *aumento incompleto*, según se describe en el citado artículo 77, trasciende del plano de la simple voluntad para llegar al plano de la ejecución de la obligación surgida de esa declaración de voluntad (el desembolso del valor nominal de las participaciones previa o simultáneamente asumidas).

El análisis comparativo de los dos preceptos legales indicados —artículo 161 LSA y artículo 77 LSRL— da lugar a uno de los múltiples problemas interpretativos que plantea el artículo 161 LSA: el de si dentro del supuesto de hecho legalmente definido como “suscripción incompleta” del aumento tienen cabida los casos en que las acciones emitidas, a pesar de haber sido íntegramente suscritas, no han sido desembolsadas en el importe mínimo inicial exigido por la sociedad en las condiciones de la emisión. Si decimos que en la sociedad limitada el artículo 77 debe su redacción al hecho de que el principio del íntegro desembolso impide la existencia tanto de participaciones meramente asumidas, como de aquéllas no desembolsadas en el 100% de su valor nominal, algo similar podría, quizá, afirmarse, al menos, respecto del principio del desembolso mínimo legal del 25%, que la Ley de anónimas exige con carácter imperativo al lado del principio de la íntegra suscripción del capital social. No obstante, el artículo 161 LSA, y de ahí la duda, no regula la falta del desembolso mínimo del 25% de la cifra de aumento, lo que hace pensar en la posibilidad de que, en la anónima, la *falta del desembolso del mínimo legal* en relación con algunas acciones cuando todo el aumento del capital ha sido suscrito no quede sometida a las mismas consecuencias previstas en la norma para el supuesto de la *suscripción incompleta*<sup>159</sup>.

Además, dado que la definición del “aumento incompleto” en el Derecho de sociedades de responsabilidad limitada pone el acento en el acto de *desembolso* y no en la *asunción* de las participaciones, el supuesto de hecho normativo puede aparecer siempre que el aumento se

---

<sup>159</sup> Vid. *infra* Capítulo 6º, II.

instrumente con cargo a nuevos desembolsos, tanto si se realiza mediante creación de nuevas participaciones o mediante elevación del valor nominal de las antiguas. Sin embargo, esto último es dudoso en relación con el supuesto de hecho paralelo regulado por el Derecho de sociedades anónimas. En este caso, la Ley se refiere expresamente a la falta de íntegra suscripción —y no a la falta desembolso— de las acciones emitidas (*cfr.* art. 161.1 LSA), de modo que cabe preguntarse si el supuesto de hecho normativo puede tener lugar cuando el aumento se instrumenta mediante elevación del valor nominal de las antiguas acciones, ya que aquí no tiene lugar, o, al menos, no en sentido estricto, *suscripción de acciones*<sup>160</sup>.

4. A pesar de las diferencias en la descripción del fenómeno regulado, puede afirmarse, sin embargo, que los artículos 161 de la Ley de Sociedades Anónimas y el artículo 77 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada contienen normas paralelas. Este paralelismo radica en que los supuestos de hecho regulados confluyen en el mismo resultado material: la discordancia entre la cuantía de la ampliación prevista en el acuerdo de aumento y la cuantía —menor— efectivamente conseguida tras la ejecución del acuerdo. A este resultado se llega en ambos casos por la combinación de dos elementos. El primero es un imperativo legal: el principio de íntegra suscripción del capital social en la sociedad anónima (art. 12 LSA) y el principio del íntegro desembolso en la sociedad de responsabilidad limitada (art. 4 LSRL). El segundo es simplemente el dato de que en el marco de una operación de ampliación del capital social, tanto el acto de suscripción de nuevas acciones, como el acto de asunción de nuevas participaciones del que deriva el desembolso de las mismas, constituyen actos plenamente voluntarios, no existiendo en ningún caso obligación de suscribir o asumir, ni aun habiendo votado a favor del aumento. Siendo la cuantía de la ampliación del capital un elemento necesario del acuerdo de aumento y puesto que los principios de íntegra suscripción en el ámbito de la sociedad anónima y de íntegro desembolso en el ámbito de la sociedad de responsabilidad limitada impiden computar la cantidad no suscrita o no desembolsada a efectos de integrar la nueva cifra del capital, la falta de íntegra suscripción de las acciones o la falta de íntegro desembolso de las participaciones emitidas determinan una

---

<sup>160</sup> Sobre esta cuestión, *vid. infra*. Capítulo 5º, II, 1.

discordancia entre la cuantía del aumento del capital prevista en el acuerdo y la cuantía efectivamente obtenida tras la ejecución. El aumento del capital queda en ambos casos "incompleto". La transcendencia de esta consecuencia material común es que da lugar a una operación de aumento del capital *distinta* a la que fue propuesta y acordada, es decir, a un resultado diferente a aquél que estaba previsto y sobre el que recayó la voluntad social. Esta consecuencia no carece de importancia si tenemos en cuenta que la operación debe previamente justificarse (al menos en la sociedad anónima) y que la cuantía inferior conseguida puede no ser apta para el cumplimiento del objetivo que justificó la operación o que motivó la propuesta.

### **1.1.2. La suscripción incompleta como supuesto de aumento incompleto "originario"**

1. Como ya se ha señalado, en el Derecho español las dos únicas normas que regulan el denominado "aumento incompleto" del capital social son el artículo 77 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada y el artículo 161 de la Ley reguladora de las sociedades anónimas. Según ha quedado visto, estas normas (de manera explícita la primera e implícita la segunda) hacen coincidir el concepto de "aumento incompleto", respectivamente, con la falta del íntegro desembolso en el plazo establecido al efecto y con la falta de íntegra suscripción en el plazo otorgado para la suscripción. No obstante, los referidos preceptos no contemplan otros posibles supuestos que pueden conducir a un resultado similar: la falta de equivalencia entre la cuantía de aumento acordada y la que finalmente puede ser conseguida tras la ejecución del acuerdo. Estos últimos son supuestos, por tanto, mediante los que se llega al mismo resultado material regulado en los preceptos citados, pero por distintas vías a las que integran los tipos normativos. La constatación de la existencia de estos otros supuestos permite que la expresión "aumento incompleto (tomando como referencia el supuesto concreto para el que se ha empleado legalmente —art. 77 LSRL—)" pueda ser utilizada en un sentido más amplio que el estrictamente legal para identificar todas aquellas circunstancias que tienen como elemento común denominador la falta de

coincidencia entre la cifra de la ampliación que consta en el acuerdo de aumento —esto es, la cifra en la que el capital social pretende ser aumentado— y la cifra que resulta cubierta o respaldada económicamente de manera efectiva tras la ejecución del mismo —la cifra real y efectiva resultante de la ejecución del aumento—.

2. Considerada la expresión "aumento incompleto" del capital social desde esta perspectiva más amplia, se impone la necesidad de establecer una distinción entre aquellos aumentos incompletos *originarios* y aquéllos que tienen lugar de forma *sobrevenida*<sup>161</sup>. El aumento incompleto es *originario* cuando la cifra de aumento del capital contenida en el acuerdo de aumento no ha podido ser efectivamente alcanzada dentro de la fase de ejecución de dicho acuerdo y, en concreto, dentro del período establecido por la sociedad para que los interesados en participar en la operación suscriban las acciones (art. 161 LSA) o las desembolsen (art. 77 LSRL)<sup>162</sup>. Por el contrario, el aumento incompleto *sobrevenido* (o aumento devenido incompleto) hace referencia a circunstancias anormales —más o menos imprevisibles— que, acaecidas generalmente después de que la ejecución del aumento haya finalizado, tienen como consecuencia una minoración de los fondos que cubrían la cuantía del aumento del capital acordada. En este segundo grupo de casos se parte, pues, de que durante la fase de ejecución del acuerdo de aumento, la sociedad ha podido obtener efectivamente los elementos patrimoniales suficientes para respaldar en su totalidad la cifra de aumento del capital proyectada, o, al menos, ha obtenido el compromiso firme de su aportación. En otros términos, se parte del supuesto de un aumento originariamente completo (en cuanto que ha sido íntegramente

---

<sup>161</sup> Para un primer avance del sentido y trascendencia de esta distinción *vid.*, ROJO, "El acuerdo de aumento", *cit.*, p. 2383, nota 107; y también en "El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada", *cit.*, p. 852.

<sup>162</sup> En otras palabras, el aumento incompleto *originario* no es más que la consecuencia de la imposibilidad de obtener la cobertura patrimonial íntegra de la cifra de aumento acordada *ab initio*, es decir, debido a la insuficiencia cuantitativa de declaraciones de voluntad solicitando la adquisición de las nuevas acciones emitidas y comprometiendo, por consiguiente, el desembolso de su valor.

suscrito —en el caso de la sociedad anónima— o íntegramente desembolsado — en el caso de la sociedad de responsabilidad limitada— en el plazo establecido para ello), respecto del que, sin embargo, sobrevienen circunstancias posteriores que afectan a la validez o a la eficacia de los actos de suscripción y/o desembolso ya efectuados, y que determinan la obligación de la sociedad de restituir a alguno o algunos de los suscriptores —o, incluso, a terceros— las aportaciones realizadas en virtud de aquella suscripción y, en su caso, de extinguir respecto de aquéllos la obligación de aportar. Entre estas circunstancias que pueden dar lugar a que el aumento de capital devenga incompleto se encuentran supuestos de muy distinta naturaleza, que van desde la declaración judicial de ineficacia de alguno de los actos de suscripción previamente efectuados —ya derive esta ineficacia del ejercicio de acciones de nulidad o anulabilidad (por ejemplo, fundamentadas en la existencia de vicios del consentimiento, o en la falta de capacidad del suscriptor), ya del ejercicio de una acción de rescisión—, hasta circunstancias que afectan a la regularidad o subsistencia del acto de aportación (v. gr.: simulación del desembolso, acciones revocatorias sobre los bienes aportados con motivo de la suscripción ejercitadas por terceros que han visto defraudados sus legítimos intereses, ejercicio por el suscriptor del derecho a la restitución de las aportaciones y a la resolución de la obligación de aportar *ex art.* 162.3 LSA).

3. Esta distinción entre el aumento incompleto *originario* y el aumento incompleto *sobrevenido* resulta útil para la delimitación del supuesto de hecho regulado en el artículo 161.1 de la Ley de Sociedades Anónimas: el que la falta de la íntegra suscripción del aumento constituya un aumento incompleto del capital no significa que todo supuesto de aumento incompleto sea subsumible siempre y en todo caso en esta norma legal. En la medida en que este precepto considera el “plazo fijado para la suscripción” como uno de los elementos que integran el supuesto de hecho que regula, es preciso, a los efectos de delimitar el fenómeno disciplinado en esta concreta norma, que el aumento incompleto tenga su causa precisamente en la falta de íntegra suscripción de la emisión de acciones, y, a su vez, que la falta de íntegra suscripción tenga lugar todavía



abierta la fase de ejecución del aumento del capital y, en concreto, dentro del período fijado por la sociedad para la suscripción de la ampliación. En otras palabras, el fenómeno de la suscripción incompleta regulado en el citado artículo 161 se identifica sólo con el llamado “aumento incompleto del capital originario”, esto es, con un aumento del capital respecto del cual se constata que la cifra acordada no ha podido ser cubierta por completo ya desde que ha finalizado el primero de los actos de ejecución (la apertura del plazo de suscripción) como consecuencia de la insuficiencia cuantitativa de declaraciones de voluntad de adquirir las acciones emitidas. Esta caracterización estricta del supuesto de hecho normativo deja fuera del mismo —en principio— a aquellos otros fenómenos que desembocan también en falta de cobertura patrimonial de la cifra de aumento que consta en el acuerdo, pero que son debidos a causas distintas a la escasez de solicitudes de suscripción durante el período de vigencia de la oferta<sup>163</sup>.

**1.2. La falta de la íntegra suscripción de una *emisión de acciones* consecuencia de un aumento del capital social. El concepto objetivo de *emisión* en el marco de la regulación de la suscripción incompleta**

1. Según resulta del artículo 161.1 de la Ley de Sociedades Anónimas, el “supuesto de hecho” que contempla este precepto es la falta de íntegra suscripción del aumento del capital. A poco que se observe con cierto detenimiento el tenor literal de la norma, se advierte que la delimitación estricta de ese “supuesto de hecho” exige partir del concepto de *emisión* de acciones. Por un lado, el apartado primero del precepto determina los efectos legales de la hipotética falta de la íntegra suscripción del aumento en función de que dicha circunstancia haya sido o no prevista expresamente en las *condiciones de la*

---

<sup>163</sup> En efecto, el tenor literal de la norma parece dejar fuera del supuesto de hecho definido en la misma a los llamados “aumentos incompletos sobrevenidos”. No obstante, teniendo en cuenta que las variadas circunstancias que se comprenden bajo esta expresión carecen de regulación específica, es tarea del intérprete determinar si existe alguna identidad de razón entre éstas y el supuesto de hecho establecido en el artículo 161 LSA justifique la aplicación analógica del precepto. Sobre esta cuestión *vid. infra* Capítulo 6º *in totum*.

*emisión*. Por otro lado, el apartado segundo considera como causa de la ineficacia del acuerdo de aumento el hecho de la suscripción incompleta de las *acciones emitidas*. El que la norma haga depender la concreta determinación de las “consecuencias jurídicas” derivadas del acaecimiento del “supuesto de hecho” de la suscripción incompleta del aumento de la circunstancia de que la sociedad haya previsto o no expresamente la eficacia del aumento incompleto en las *condiciones de la emisión*, permite afirmar que el “supuesto de hecho” normativo de la suscripción incompleta se identifica con la *falta de íntegra suscripción de las acciones objeto de una nueva emisión dentro del plazo establecido para esa suscripción*.

2. El término *emisión* de valores puede ser entendido, bien en un sentido funcional o dinámico, bien en un sentido objetivo o estático, o, si se prefiere, material. En sentido funcional o dinámico, el concepto de *emisión* constituye un negocio jurídico complejo y de tracto sucesivo en el que intervienen diversos sujetos (emisor, suscriptores y, a veces, ciertos intermediarios) que actúan sobre determinados elementos materiales (los valores negociables) creados *ex novo*<sup>164</sup>. En sentido objetivo o estático, el término de *emisión* es utilizado para definir un conjunto homogéneo de valores negociables que son creados y puestos en circulación por vez primera<sup>165</sup>. Es este específico sentido el que resulta relevante

---

<sup>164</sup> Vid., así, el concepto funcional de emisión elaborado por A. J. TAPIA HERMIDA, “Artículo 4. Criterios de homogeneidad”, en F. Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, p. 80; para una amplia construcción del carácter negocial de la emisión de valores, vid., J.L. GARCÍA PITA Y LASTRES, “Artículo 23. Apertura y cierre de la suscripción”, en F. Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, p. 535 y ss., con referencias bibliográficas españolas y extranjeras. En la literatura jurídica pueden encontrarse múltiples referencias a la naturaleza negocial de la emisión de valores. En todas ellas se destaca el *carácter complejo* del negocio de emisión, en cuanto que implica una concatenación de actos diversos que se ejecutan sucesivamente en el tiempo. En este sentido, J.E. CACHÓN BLANCO (“Las emisiones de valores negociables”, en F. Gil del Moral/G. Moreu Serrano/A. Pascual de Miguel (dirs.), *Contratos sobre acciones*, I, Madrid, 1994, p. 26 y ss.) destaca que la emisión de valores consta, al menos, de las siguientes fases: el acuerdo de emisión, el ofrecimiento genérico al público, la recepción de las peticiones de suscripción, la formación de la lista definitiva de suscriptores y la instrumentación jurídico-contractual de la emisión.

<sup>165</sup> Vid., de nuevo, TAPIA HERMIDA, “Artículo 4. Criterios de homogeneidad”, *cit.*, p. 80.

para la delimitación del supuesto de hecho normativo que ahora se realiza: la suscripción incompleta del aumento del capital se identifica con la falta de íntegra suscripción del conjunto de valores —acciones— que forman una emisión.

En este sentido objetivo o material del término "emisión", es preciso preguntarse si, en relación con el supuesto de hecho normativo de la suscripción incompleta, un mismo acuerdo de aumento puede comprender varias emisiones o si, por el contrario, todas las acciones nuevas que representan la cifra de aumento del capital que consta en el acuerdo integran una única emisión. En otras palabras, la cuestión no es otra que la de dilucidar si, a los efectos de la aplicación de la norma, todas las acciones que representan la cifra de aumento acordada constituyen una sola y única emisión, o si, en cambio, una sola operación de aumento del capital puede englobar varias emisiones independientes entre sí, de modo que, en este último caso, el supuesto de hecho de la suscripción incompleta podría llegar a verificarse dentro del marco estricto de cada una de esas emisiones aisladamente consideradas y dentro de este marco quedar también circunscrita la aplicación de las consecuencias legales ligadas al acaecimiento ese supuesto de hecho.

3. Dejando de lado el contexto de la suscripción incompleta del aumento, no parece haber dudas de que un mismo acuerdo de aumento puede ser el origen de varias emisiones de acciones. Todo depende, en realidad, del concepto de emisión que se tome como referencia, ya que la Ley de Sociedades Anónimas no contiene una definición de lo que debe entenderse por emisión de acciones. Concretamente, una definición del término *emisión* —en sentido objetivo— está establecido en la normativa reguladora de los mercados de valores. El artículo 4.2 del Real Decreto 291/1992, sobre emisiones y ofertas públicas de valores, establece que se entenderá por emisión:

"cada conjunto de valores negociables procedentes de un mismo emisor y homogéneos entre sí por formar parte de una misma operación financiera o responder a una unidad de propósito, incluida la obtención sistemática de financiación, por ser igual su naturaleza y régimen de transmisión, y por atribuir a sus titulares un contenido sustancialmente similar de derechos y

obligaciones”.

De acuerdo con esta descripción, es claro que un mismo acuerdo de ampliación del capital puede dar lugar a varias y distintas emisiones de acciones. Ello ocurrirá cuando el conjunto total de acciones que representan la cifra de aumento acordada no cumpla alguno de los criterios de homogeneidad fijados en la norma a fin de constituir una única emisión. Así, por ejemplo, valores que, procedentes de un mismo emisor, forman parte de una misma operación financiera o responden a una unidad de propósito, no integrarán una única emisión si no atribuyen a sus titulares un contenido sustancialmente similar de derechos y obligaciones o si no llevan consigo el mismo régimen de transmisión<sup>166</sup>. Si desde la perspectiva del Derecho de sociedades es posible que las nuevas acciones procedentes de un mismo acuerdo de aumento sean de distintas clases (por otorgar un diferente contenido de derechos y obligaciones) o tengan un diferente régimen de circulación, desde la perspectiva de la normativa específica de las emisiones públicas, aquéllas no podrán quedar comprendidas en una misma emisión. En este caso, la pregunta es, entonces, si la verificación del supuesto de hecho normativo de la suscripción incompleta y la aplicación de las consecuencias previstas en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas ha de observarse por separado respecto de cada una de estas distintas “emisiones”<sup>167</sup>.

---

<sup>166</sup> Vid., no obstante, el párrafo 3º del artículo 4 R.D. 291/1992, que establece una serie de circunstancias que no rompen la homogeneidad de los valores a efectos de constituir una única emisión. El caso señalado no es el único en el que el conjunto de nuevas acciones procedentes de un mismo acuerdo de aumento del capital puede quedar dividido en distintas emisiones. Así, por ejemplo, y al margen de lo que establece el precepto transcrito, también pueden constituir diferentes emisiones las acciones con contraprestaciones distintas (v. gr.: unas emitidas contra aportaciones dinerarias y otras contra aportaciones *in natura*), o las acciones con distintas condiciones de emisión (v. gr.: unas con derecho de suscripción preferente y otras no).

<sup>167</sup> Se plantea entonces el problema de la falta de homogeneidad entre las distintas condiciones de emisión en relación con el evento de la suscripción incompleta (v. gr. cuando en las condiciones de una de las emisiones se hubiera optado por la ineficacia de la falta de íntegra suscripción y en otras por la eficacia o por el condicionamiento de la eficacia al logro de una determinada cantidad de suscripciones), en cuanto que —como se advirtió— la consecuencia jurídica de la falta de cobertura de la emisión desborda los márgenes de la propia emisión para afectar al propio acuerdo social de aumento. Así, considerando la hipótesis de que un mismo acuerdo de aumento pueda dar lugar a dos o más emisiones, si una de ellas es suscrita por

Hay que tener en cuenta, no obstante, que el artículo 4 del Real Decreto 291/1992 incorpora concepto restringido de *emisión* de valores. Por un lado, porque establece un concepto de emisión que, en principio, queda referido exclusivamente a las *emisiones públicas* de valores en la medida en que caigan bajo el ámbito de aplicación del Real Decreto 291/1992. En segundo lugar, porque la definición de *emisión* de valores se realiza con el estricto fin de delimitar qué valores se consideran integrados en una misma emisión a los efectos exigir respecto de cada una de ellas —emisión como *unidad*— el sometimiento al deber de comunicación previa y al procedimiento de verificación ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores (*vid.* art. 4, apartados 1 y 2 R.D. 291/1992)<sup>168</sup>. Este carácter específico y restringido de la definición de “emisión” en la normativa del Real Decreto 291/1992, induce a pensar que dicha definición no debe prejuzgar el significado atribuible al término “emisión” en otros contextos ni forzar la interpretación de preceptos presentes en otros diferentes ámbitos normativos. Así, en *sentido objetivo* y con independencia de las definiciones elaboradas en otros cuerpos legales, el artículo 161 de la Ley de anónimas identifica la “emisión” de acciones respecto de la cual se ha de verificar su completa o incompleta

---

completo y otra u otras sólo parcialmente cuando en sus condiciones no se previó la suscripción incompleta, esta incompleta suscripción llevaría consigo no sólo la ineficacia de los actos relativos a esa concreta emisión (*v. gr.*: los actos de suscripción realizados), sino también la ineficacia del propio acuerdo de aumento, lo que, en principio, tendría como efecto reflejo la invalidez del resto de emisiones que nacieron de ese mismo acuerdo aún cuando éstas hubieran quedado totalmente cubiertas.

<sup>168</sup> Téngase en cuenta las novedades introducidas por el R.D. 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores (modificador, entre otras normas, del R.D. 291/1992) y por la Circular 2/1999, de 22 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueban determinados modelos de folletos de utilización en emisiones u ofertas públicas de valores, a efectos de la creación del denominado “folleto continuado de emisor” y del “folleto reducido de programa”. Este último queda referido a un plan de distintas emisiones u ofertas de valores que una misma persona o entidad pretenda llevar a cabo durante los doce meses siguientes. Lo peculiar de este nuevo sistema de verificación frente al anterior es que, en vez de considerar cada una de las emisiones concretas integradas en ese plan como un acto aislado que requiere la verificación de un folleto informativo específico —aunque reducido—, ahora cada acto de lanzamiento o colocación en el mercado de alguna de las emisiones u ofertas singulares de las previstas en el plan no requerirá un folleto específico, ni tan siquiera reducido, sino que simplemente el emisor u oferente deberá depositar en la CNMV una información complementaria a la incorporada en su día en el folleto reducido de programa (*vid.* art. 16 R.D. 291/1992).

suscripción con el conjunto total de nuevas acciones que representan la cifra de aumento que consta en el acuerdo. Sólo de esta manera resulta coherente la referencia a “la emisión” presente en el artículo 161.1, con la expresión “cuando el *aumento del capital* no se suscriba íntegramente” que la misma disposición legal utiliza para describir el supuesto de hecho que regula. Y sólo así se hace compatible la definición normativa del supuesto de hecho o elemento causal (la “falta de íntegra suscripción del *aumento del capital*”, según el art. 161.1 LSA, o la “suscripción incompleta de las *acciones emitidas*”, según el art. 161.2 LSA), con la consecuencia jurídica que se deriva del mismo: la eficacia o ineficacia del propio *acuerdo de aumento* y no sólo de la emisión no íntegramente suscrita (art. 161.2 LSA ). Ésto significa que, según se deduce del tenor literal de la norma, aunque a otros efectos el conjunto de acciones creadas por un mismo acuerdo de aumento deba quedar dividido en varias y distintas emisiones, a los efectos de la aplicación del artículo 161 todas ellas integran una única emisión, de modo que la falta de suscripción de una sola de aquellas acciones será causa —en principio— de la ineficacia del acuerdo de aumento, y, consecuentemente, de la ineficacia de todas las suscripciones realizadas sobre las acciones emitidas en virtud de aquél, aunque, con arreglo a la disciplina reglamentaria de las emisiones públicas, dichas acciones se comprendan en varias y distintas emisiones<sup>169</sup>.

---

<sup>169</sup> Aunque ésta es la interpretación más apegada a la literalidad del precepto, queda ver en qué medida puede la sociedad alterar, tanto la referida configuración legal del supuesto de hecho, como la propia consecuencia jurídica prevista en aquélla en los casos en que bajo un mismo acuerdo de aumento se comprendan diferentes emisiones. En estos casos, la sociedad puede desear acotar las consecuencias de la suscripción incompleta en relación con cada una de las emisiones (v. gr.: la sociedad acuerda aumentar el capital emitiendo simultáneamente 100.000 acciones ordinarias y con reconocimiento del derecho de suscripción preferente y 100.000 acciones sin voto con exclusión del derecho de suscripción preferente). Partiendo de que ambas emisiones proceden del mismo acuerdo, ¿puede la sociedad decidir que la consecuencia de la suscripción incompleta de la primera emisión sea la ineficacia de esa emisión y la consecuencia de la segunda la eficacia de las suscripciones efectuadas?, o bien, si la sociedad ha previsto la suscripción incompleta en las condiciones de la primera emisión, pero no en la segunda, ¿significa eso que dicha previsión “vale” para todo el aumento del capital?. Lógicamente, la cuestión no se plantea cuando los dos grupos de acciones emitidos tienen su origen en dos diferentes acuerdos de aumento del capital, ya que, en principio, serán dos operaciones de aumento independientes. Lo difícil será a veces determinar cuándo las nuevas acciones emitidas tienen su origen en un mismo acuerdo (esto es, integran una única operación de aumento a pesar de estar agrupadas en dos o más emisiones), o bien constituyen distintas operaciones de aumento independientes entre sí a pesar de haber sido acordada simultáneamente o en la misma Junta general. Un criterio orientativo puede basarse en el examen del orden del día de la convocatoria de la Junta.

## 2. El elemento temporal: el plazo de suscripción del aumento del capital

De la lectura del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas se desprende que la configuración legal del supuesto de hecho de la suscripción incompleta se sustenta sobre la fijación por parte de la sociedad emisora de un determinado plazo o período de tiempo en el que deberán tener lugar las declaraciones de suscripción, y, a cuyo cierre, podrá verificarse si, efectivamente, esas declaraciones de suscripción han sido suficientes para absorber el total de las acciones emitidas o si, por el contrario, la emisión no ha sido suscrita por completo.

En la dinámica de las operaciones de aumento del capital, la fijación anticipada de un concreto lapso acotado o limitado en el tiempo dentro del cuál el aumento ha de quedar, en su caso, suscrito, resulta casi siempre necesaria<sup>170</sup>. De diversos preceptos presentes en la disciplina legal del aumento del capital social parece deducirse, en efecto, la imposición a la sociedad de la obligación de fijar un determinado plazo de suscripción (*vid.*, por ejemplo, arts. 158.1 y 162, párrafos 3º y 4º LSA, y, en materia de emisiones públicas, art. 18.1. d) del R.D. 291/1992). Como es fácil suponer, un plazo de suscripción indefinido —o la inexistencia de

---

Emisiones acordadas en diferentes puntos del orden del día, en principio, constituirán distintos aumentos del capital, mientras que si constan en el mismo punto del orden del día cabe pensar que tienen su origen en el mismo y común acuerdo y que integran la misma operación de aumento.

<sup>170</sup> Evidentemente, existen modalidades de aumentos en las que por su propia naturaleza no será necesario que se fije un plazo para la suscripción de las nuevas acciones. Así, cuando las nuevas acciones se desembolsen con cargo a reservas o por compensación de créditos, en cuyo caso los administradores deberán proceder únicamente a la adjudicación de las acciones a los accionistas o a los acreedores. Pero incluso fuera de estos supuestos puede llegar a plantearse la duda de si siempre y en todo caso será precisa la estricta fijación de un plazo de suscripción. Piénsese, por ejemplo, en sociedades pequeñas cuando estando todos los socios presentes a la hora de adoptar el acuerdo de aumento, todos proceden a suscribir en ese mismo acto las acciones a las que tienen derecho o alguno de ellos manifiesta en ese instante su intención definitiva de no suscribir, renunciándose simultáneamente y por unanimidad a la publicación o comunicación de la oferta y a la existencia de un plazo de suscripción. O bien, cuando estando ya pactada de antemano la suscripción con determinadas personas, los administradores una vez acordado el aumento proceden simplemente a comunicar este hecho a los destinatarios de las nuevas acciones indicándoles el momento y lugar donde deberán efectuar la aportación.

plazo— comprometería la viabilidad de la propia operación de aumento, desincentivaría muy probablemente la suscripción (ante el desconocimiento del momento en que la operación finalizará y podrán ser reconocidos los nuevos derechos de socio y transmitirse las acciones), a la vez que se dejaría en manos de la sociedad el cierre de la operación mientras existieran todavía acciones sin suscribir. En términos contractuales, el plazo de suscripción constituye el plazo de vigencia de la *oferta* que la sociedad efectúa al emitir las acciones y, en consecuencia, el plazo dentro del cuál dicha oferta puede ser aceptada, y, tras el cuál, no cabe ya esa aceptación<sup>171</sup>: por un lado, la sociedad conocerá anticipadamente el momento en el que podrá saberse en qué medida ha sido *aceptada* su *oferta* y proceder a cumplir con los trámites precisos para el cierre definitivo de la operación de aumento; por otro, los destinatarios de dicha *oferta* tendrán la seguridad de que, salvo una hipotética revocación de la oferta debidamente anunciada, la sociedad está obligada a atender las solicitudes de suscripción que se presenten dentro del plazo. Al mismo tiempo, dicho plazo les permite conocer con antelación el tiempo máximo previsto para la ejecución del aumento.

A efectos de la aplicación de la norma sobre suscripción incompleta, la fijación de un determinado plazo de suscripción cumple también una función importante, ya que sin él existirían dificultades para determinar el momento en que se ha de entender acaecido el fenómeno de la suscripción incompleta, al igual que tampoco podría saberse el momento a partir del cuál los suscriptores estarían legitimados para ejercitar el derecho a la restitución de las aportaciones en el caso de que aquella circunstancia derive en la ineficacia del aumento del capital. La integración del "plazo de suscripción" dentro de la definición legal del supuesto de hecho normativo determina, así, el marco temporal en el que habrá de verificarse si ha acaecido o no el elemento sustantivo de ese supuesto de hecho (la suscripción incompleta del aumento), fijando el momento preciso en el

---

<sup>171</sup> GARCÍA-PITA, "Artículo 23. Apertura y cierre de la suscripción", *cit.*, p. 579.



que, en su caso, habrán de producirse las consecuencias legales previstas (el referido derecho de los suscriptores a la devolución de las aportaciones realizadas y, para la sociedad, la obligación de proceder de inmediato a dicha restitución y el deber de publicar el fracaso del aumento en el Boletín Oficial del Registro Mercantil). Por esta razón, la norma parte de la presunción de que la sociedad ha fijado un período de tiempo acotado y concreto en el que, en su caso, habrá de ser suscrito el aumento<sup>172</sup>.

Sobre esta base, podríamos preguntarnos, por un lado, qué ocurrirá si la sociedad ha realizado el ofrecimiento de las nuevas acciones sin establecer un plazo de suscripción determinado y, por otro, en el supuesto de que la sociedad sí haya establecido este plazo, qué grado de concreción deberá cumplir en la fijación del mismo a los efectos de que el plazo no pueda considerarse como indefinido.

a) En cuanto a lo primero, no parece que a este defecto haya de atribuírsele sin más un carácter invalidante del aumento si los intereses de las partes implicadas pueden quedar salvaguardados de otro modo. En un

---

<sup>172</sup> En las normas sobre la suscripción incompleta del aumento presentes en otros Ordenamientos jurídicos, a veces la Ley no hace referencia en absoluto a la fijación de un determinado plazo en el que deben ser suscritas las acciones. En las legislaciones belga y portuguesa —en este aspecto muy similares— el supuesto de hecho está constituido por la “suscripción incompleta del aumento acordado”, sin más especificaciones y, en particular, sin hacer referencia a un determinado plazo en que dicha circunstancia debe —en su caso— verificarse (cfr. art. 34.5 *in fine* del Título IX del Libro del Código de comercio belga y el art. 457.1 del Código de Sociedades Comerciales portugués). En otros Ordenamientos, como el Derecho francés, el artículo L. 225-134 del Código de Comercio considera que el aumento ha quedado incompleto cuando no ha sido suscrito por completo tras el ejercicio del derecho de suscripción a título irreducible y —en su caso— además tras el ejercicio del derecho de suscripción a título *reductible*, tras el ofrecimiento al público, en su caso, y tras el intento de colocación directa por los administradores, sin referencias a un plazo o plazos en que estas suscripciones deben producirse. En Italia, el artículo 2439.II del *Codice civile* establece textualmente “Se l'aumento di capitale non è integralmente sottoscritto entro il termine che, nell'osservanza di quelli stabiliti dall'art. 2441, secondo e terzo comma, deve risultare dalla deliberazione (...)”. Esta redacción parece indicar que el propio acuerdo de aumento —adoptado por la junta general o por los administradores en el marco del capital autorizado— debe ya establecer el plazo para el ejercicio del derecho de suscripción preferente y el plazo para el ejercicio del derecho de prelación sobre las acciones no suscritas en el anterior. Conforme al texto legal, la doctrina entiende que la fijación del plazo en que deben producirse las suscripciones está dirigida a tutelar el interés de los suscriptores en conocer anticipadamente el tiempo máximo previsto para la ejecución de la operación de aumento, constituyendo, por ello, un elemento necesario del acuerdo de aumento (vid., E. GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle s.p.a.*, Milano, 2001, p. 183 y ss.; RUGGIERO, “Operatività delle nuove norme in materia di aumento”, *cit.*, p. 371-372; L. CAROTA, “La revoca delle deliberazioni di aumento di capitale scindibili”, *Contratto e impresa*, 1996, p. 860), cuya omisión impide a los administradores proceder a la ejecución de dicho acuerdo (MARCHETTI, “Commento all'art. 20 D.p.r. 10 febbraio 1986”, *cit.*, p. 174).

aumento del capital sin exclusión o limitación del derecho de suscripción preferente, la omisión de la fijación del plazo de suscripción puede integrarse adecuadamente con el plazo mínimo establecido legalmente, que funcionaría, de este modo, como plazo de suscripción supletorio<sup>173</sup>.

Si se trata de un aumento en el que no existe derecho de suscripción preferente y la fijación del citado plazo resulta necesaria, la ausencia de una disposición legal que establezca un plazo mínimo o máximo dificulta más la solución, pero aún así siempre cabe la posibilidad de una interpelación a la sociedad para que los administradores fijen el plazo<sup>174</sup>, sin olvidar que, por aplicación de la teoría general de los contratos, la oferta debería entenderse caducada por transcurso de un tiempo razonable —según los usos de los negocios y la clase de asunto de que se trate— en el que hubiera podido ser aceptada<sup>175</sup>. En cualquier caso, para protección de aquéllos que hayan suscrito y que se vean perjudicados por la situación de incertidumbre derivada de la inexistencia de un plazo concreto y determinado, siempre queda el recurso de solicitar la restitución de las aportaciones transcurrido el plazo de seis meses desde que se abrió la suscripción (art. 162.3 LSA).

En fin, si la oferta es encuadrable en el marco de las emisiones públicas, se exige que en el folleto, dentro de los datos relativos a la colocación de la emisión, se haga constancia de los plazos de la operación (art. 18.1 d) R.D. 291/1992 y Modelo de Folleto del Anexo A, Capítulo II.10.2. de la Orden Ministerial de 12 de julio de 1993)<sup>176</sup>. Esta exigencia parece indicar

---

<sup>173</sup> Así, SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, p. 256-257. Sin embargo, fuera de España, algunos siguen sosteniendo que en este caso cada accionista estaría legitimado para ejercitar su derecho de suscripción hasta el momento en que deba ser solicitada la inscripción de la ejecución en el Registro Mercantil y en tanto que las suscripciones ya efectuadas no hayan devenido ineficaces en virtud de lo prescrito por el § 185.1.4º AktG, sin que el plazo mínimo de suscripción legalmente establecido deba valer aquí como plazo legal supletorio (así, entre la doctrina alemana, LUTTER, *Kölner Komm.*, § 186, marginal 32; HÜFFER, *Aktiengesetz*, cit., §. 186, marginal 15; por el contrario, HEFERMEHL/BUNGEROTH, *AktG Kommentar*, cit., §. 186, marginal 57, entienden que en la actualidad la pregunta queda privada de sentido, en cuanto que dicho § 186 AktG establece la obligación legal de fijar un plazo para el ejercicio del derecho de suscripción preferente.)

<sup>174</sup> Así, como una posible solución, SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, p. 257, nota 95.

<sup>175</sup> Díez-PICAZO, *Fundamentos*, I, cit., p. 284.

<sup>176</sup> Aunque el art. 18.1 d) del R.D. 291/1992 no lo diga expresamente, dentro de la referencia a la descripción "plazos de la operación" debe encontrarse comprendida la indicación y descripción del plazo de suscripción, tal como sí preveía con carácter expreso el art. 15.1 d) del mismo texto normativo antes de la reforma operada por el R.D. 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificación del régimen jurídico de los mercados de valores. Esta interpretación se ve refrendada, además, por el hecho de que en el Modelo de Folleto para emisiones de renta variable establecido por la referida O.M. de 12 de julio de 1993 sigue exigiéndose la constancia de la fecha o período de suscripción, dado que los Capítulos II a VII de este modelo que consta en el Anexo A no han sido modificados por la Circular 2/1999, de 22 de abril, de la CNMV.

que no puede abrirse la suscripción de la emisión si este dato no consta en el folleto previamente depositado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (o, dicho más exactamente, que el folleto no pasará los trámites de verificación y depósito que preceptivamente anteceden a la apertura de la suscripción si en el mismo no consta dicho plazo). Además, en el caso de que emisiones o programas con período de suscripción indefinido o de larga duración, o de programas de emisión continua o abierta de valores, la propia normativa realiza la labor de acotar dentro de esta indefinición la extensión temporal del plazo de suscripción: el plazo máximo de vigencia de la oferta será de un año a contar desde la fecha establecida para la primera suscripción (Número Séptimo de la O.M. de 12 de julio de 1993)<sup>177</sup>.

b) En cuanto a lo segundo (esto es, el grado de concreción exigible en la fijación del plazo general para la suscripción de las acciones que integran la emisión), cabe preguntarse si la exigencia de fijación anticipada del plazo de suscripción lleva consigo la exigencia de que el mismo sea establecido de manera firme y exacta con carácter previo a la apertura de la suscripción o, por el contrario, basta con que su exacta configuración y concreción temporal se efectúe posteriormente —de acuerdo con determinadas previsiones— en función de los resultados que vaya arrojando la suscripción. Si el período general para la suscripción del aumento coincide con un solo plazo de suscripción normalmente no ofrecerá ningún problema especial la fijación concreta de la fecha de inicio y de cierre del plazo de suscripción. Pero si, como se verá inmediatamente, la sociedad ha previsto que la suscripción del aumento quede fraccionada en varios plazos de apertura sucesiva para la suscripción de las acciones sobrantes del anterior, será técnicamente imposible que la sociedad emisora fije de antemano la duración y distribución temporal exacta de todo el plazo general de suscripción, puesto que no podrá conocerse anticipadamente si tendrá lugar la apertura de los subperíodos siguientes al primero o la prórroga. Por esta razón, la expresión legal *plazo fijado* en relación con el plazo general de suscripción no debiera ser objeto de interpretación restrictiva en cuanto a la necesidad de que éste deba estar fijado anticipadamente de manera exacta y precisa en todos sus aspectos, bastando, probablemente, con que antes de efectuar el primer ofrecimiento de los valores la sociedad tenga ya determinada la subdivisión del período general de suscripción en varios plazos, los criterios de apertura de los mismos y la fecha máxima hasta la que, dependiendo de la efectiva apertura o no de todos los subperíodos previstos, podrá prolongarse aquel período general<sup>178</sup>.

---

<sup>177</sup> Vid. GARCÍA-PITA, "Artículo 23. Apertura y cierre de la suscripción", *cit.*, p. 580-581.

<sup>178</sup> Cuando la ampliación del capital lleva consigo una emisión pública de acciones, el artículo 18.1 d) del R.D. 291/1992 exige como mención obligatoria del folleto que necesariamente debe redactarse y hacerse público antes de la apertura de la suscripción, la "descripción detallada" del calendario de la emisión, lo que parece indicar que antes de que la entidad emisora proceda a ofrecer los valores debería estar ya concretada con exactitud las fechas de inicio y cierre del período otorgado para la suscripción (el art. 25.1 del R.D. 291/1992 exige que la edición y la puesta a disposición del público del folleto debe producirse antes del inicio del período de suscripción, no

En relación con la aplicación de la norma sobre suscripción incompleta, la fijación sucesiva de las fechas de los plazos que siguen al primero implicará que el conocimiento de la cuantía definitiva que alcanzará la suscripción del aumento —y, consiguientemente, si éste ha sido incompleto o no— dependerá de la fijación y apertura del último de los subperíodos o prórrogas previstos, ya que, en un principio, no se conocerá la fecha concreta de cierre del plazo general comprensivo de los distintos subperíodos<sup>179</sup>.

La importancia que tiene el plazo de suscripción en la configuración normativa del supuesto de hecho contemplado justifica el planteamiento de algunas cuestiones relacionadas con la fijación de ese plazo.

---

pudiendo transcurrir más de un mes entre el registro del folleto y el inicio de aquel período). No obstante, es preciso determinar aquí también el grado de "detalle" exigido respecto de esta especial mención del folleto. A estos efectos, la O.M. de 12 de julio de 1993 (Modelo de folleto, Anexo A II.10.2), sólo parece obligar a una determinación aproximada del período general para la suscripción de la emisión, siempre que en el propio folleto se indique la forma en que se hará pública la fecha o período definitivos: según la referida Orden, el folleto debe indicar obligatoriamente la "...fecha o período de suscripción o de adquisición. En el *supuesto de que no se conozca exactamente en el momento de redactar el folleto*, se indicarán los procedimientos mediante los que se anunciarán la fecha o período definitivos. La posibilidad de prorrogar el período de suscripción o adquisición se hará constar expresamente, poniendo de manifiesto el número y duración de las posibles prórrogas y los medios por los que se harán públicas". Así, será suficiente con que en el folleto conste si al período inicial de suscripción podrán seguir otros períodos, si aquél es prorrogable, el número de posibles prórrogas, la duración de cada una y los medios por los que se darán a conocer al público, no siendo necesario —a pesar de lo que parece sugerir por otro lado el art. 18.1 d) del R.D. 291/1992— que en el folleto se incluya la fecha exacta de inicio y cierre de cada uno de estos subperíodos.

<sup>179</sup> Cuando la suscripción se fracciona en varios subperíodos o tramos sucesivos una de las cuestiones a decidir se refiere al sistema de apertura del segundo o ulteriores plazos. La opción se divide, fundamentalmente, entre un sistema automático o no de apertura. Conforme a un sistema de apertura automática, el segundo y sucesivos plazos se abrirían nada más acabar el plazo anterior y sobre la base de que una cantidad de las acciones ofrecidas en el mismo no hayan sido suscritas, sin necesidad de actuación alguna de la sociedad al respecto. Los problemas materiales ligados a esta concatenación automática de subperíodos de suscripción —en particular, el relativo a la forma para hacer posible que los potenciales suscriptores conozcan el hecho de la apertura efectiva del plazo sucesivo y el número de acciones en él ofrecidas sobre la base de las no suscritas en el anterior— probablemente desviarán la opción hacia un sistema no automático, en el que una vez comprobado que después del primer subperíodo hay acciones sin suscribir los administradores procedan a comunicar a los destinatarios de estas acciones (socios o terceros en general) esta circunstancia, las fechas de apertura y cierre de este segundo o sucesivo subperíodo y la cantidad de acciones ofrecidas. La forma de realizar la comunicación podrán decidirla los administradores en atención a las circunstancias, pero si en relación con las acciones ofrecidas en este segundo o sucesivo subperíodo existen derechos de suscripción en favor de personas determinadas (v.gr.: porque los Estatutos otorguen a los socios un derecho a suscribir en la "segunda vuelta"), la comunicación debe ser realizada de tal forma que garantice a éstas la posibilidad de conocer en tiempo hábil la apertura del nuevo subperíodo y las condiciones del ofrecimiento.

### 2.1. El aumento del capital con varios plazos de suscripción a efectos de la aplicación de la norma sobre suscripción incompleta: la división del plazo general de suscripción en varios tramos o períodos

1. Según tuvimos ocasión de anticipar<sup>180</sup>, al establecer el artículo 161.1 de la Ley Sociedades Anónimas que existirá *suscripción incompleta* cuando el aumento no se suscriba íntegramente "dentro del plazo fijado para la suscripción", el legislador no ha pretendido limitar la aplicación de la norma sólo a aquellos supuestos en los que, para la suscripción del aumento, la sociedad haya arbitrado la existencia de un plazo único (v. gr. el plazo para el ejercicio del derecho de suscripción preferente o el plazo para la suscripción pública). El "plazo fijado" al que hace referencia la norma se identifica con el plazo o "período general" previsto por la sociedad para la suscripción del conjunto de acciones emitidas en ejecución de un previo acuerdo de aumento del capital, ya coincida aquel período general con un único plazo de suscripción no fraccionado, o se articule en varios plazos de suscripción, como ocurre en el denominado aumento de capital por tramos o *per tranches*<sup>181</sup>.

---

<sup>180</sup> Vid. *supra.*, Capítulo 1º, II, 1.

<sup>181</sup> El mismo problema —y aún de forma más acusada— se plantea en el ámbito de la sociedad limitada. Respecto de ésta, la Ley también considera como supuesto de hecho del aumento incompleto la falta de íntegro desembolso del aumento del capital "dentro del plazo fijado al efecto" (art. 77 LSRL), mientras que el artículo 75 LSRL establece, salvo disposición estatutaria en contra, tres "vueltas" o plazos sucesivos para la suscripción y desembolso del aumento. Ante esta falta de coordinación entre los preceptos citados, los autores que se han ocupado del tema sostienen que la norma sobre suscripción incompleta ha de ser objeto de una interpretación sistemática, en el sentido de que el supuesto de hecho del artículo 77 está constituido por la falta de íntegro desembolso del aumento dentro del *período o de los períodos* que, conforme a lo previsto en el artículo 75, estén en cada caso establecidos para la asunción de las nuevas participaciones por los socios o por terceros (vid. ROJO, "El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada", *cit.*, p. 853-854, con una explicación a las razones de esta concreta falta de coordinación entre las normas). En este sentido, algunos comentaristas de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada destacan que ese "plazo fijado al efecto" al que se refiere el artículo 77 LSRL es distinto según los casos: al menos comprenderá el plazo fijado por la Junta en el acuerdo de aumento para el ejercicio del derecho de asunción preferente en primera vuelta. Además, si es que los Estatutos no lo han suprimido (en cuyo caso habrá que entender acaecido el supuesto de hecho del aumento incompleto desde la conclusión del plazo para el ejercicio del derecho de preferencia), hay que añadir a éste un ulterior plazo (15 días) para la asunción en segunda vuelta. Por último, si todavía quedaran participaciones no asumidas y no desembolsadas, los administradores podrán declarar acaecido el supuesto de hecho del aumento incompleto, o bien

2. A pesar de que, según se ha visto, el concepto de “emisión” utilizado en el Real Decreto 291/1992, sobre emisiones y ofertas públicas de valores (art. 4.2), no puede considerarse como un concepto general susceptible de traslación automática a otros contextos, sin embargo, éste puede resultar esclarecedor a la hora de poner de manifiesto el hecho de que la suscripción de una misma emisión de acciones puede desdoblarse en varias y distintas fases sin que ello afecte a la unidad de la emisión misma y, en consecuencia, al carácter unitario de la operación de aumento respecto de la cuál ha de tomarse en consideración su íntegra o parcial suscripción. En este sentido, el apartado 3 del artículo 4 del Real Decreto 291/1992 precisa que:

(...) la homogeneidad de un conjunto de valores no se verá afectada por la eventual existencia de diferencias entre ellos en lo relativo a su importe unitario; fechas de puesta en circulación, de entrega material o de fijación de precios; procedimientos de colocación, incluida la existencia de *tramos o bloques destinados a categorías específicas de inversores*; o cualesquiera otros aspectos de naturaleza accesorio. *En particular, la homogeneidad no resultará alterada por el fraccionamiento de la emisión en tramos sucesivos o por la previsión de ampliaciones*” (nuestra la cursiva).

En efecto, cuando las circunstancias en las que se desarrolla la operación de aumento permiten prever que la emisión no será cubierta por completo por los antiguos accionistas, o bien cuando interesa a la sociedad asegurar la

---

abrir el último plazo (15 días) para el ofrecimiento a terceros, en cuyo caso, de nuevo, la constatación del incompleto desembolso del aumento y la aplicación de las consecuencias previstas en el artículo 77 —eficacia del aumento como regla general e ineficacia como excepción— se demorarían hasta el final de este tercer plazo (J. MACHADO PLAZAS/F. MERCADAL VIDAL, “Capítulo VI. Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital social”, en I. Arroyo/J.M. Embid Irujo (coord.), *Comentarios a la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, Madrid, 1997, p. 784). También, hay quienes opinan que en caso de que los Estatutos hayan excluido *totalmente* la segunda vuelta prevista en el art. 75, ni los Estatutos ni tampoco el acuerdo de aumento podrán optar por la ineficacia del aumento en caso de desembolso incompleto, dado que una cláusula de este tipo equivaldría a someter de hecho los aumentos de capital con creación de nuevas participaciones a la exigencia del consentimiento unánime de los socios, pues bastaría con que uno de ellos no asumiera las participaciones a que tiene derecho para que la operación no pudiera llevarse a cabo. Dicha exigencia de unanimidad contravendría uno de los principios configuradores de la sociedad de responsabilidad limitada, como es el principio mayoritario para la adopción de acuerdos sociales (A. BERCOVITZ, “Modificación del capital social: aumento del capital”, en A. Bercovitz Rodríguez-Cano (Coord), *La sociedad de responsabilidad limitada*, Madrid, 1998, p. 478-479).

participación en el aumento de diferentes grupos de inversores (o, simplemente, cuando conviene graduar temporal y cuantitativamente la obtención de los nuevos fondos procedentes del aumento del capital), la suscripción del total de acciones que integran la emisión suele ser fraccionada en diferentes períodos. Para estos casos la práctica admite muy variadas combinaciones, de modo que la forma de articular o concatenar los períodos de suscripción dependerá en gran medida de la clase de aumento de que se trate, de su finalidad, de la composición accionarial de la sociedad emisora, y, también, del modelo concreto (cerrado o abierto) al que responda esta última<sup>182</sup>.

Así, en ocasiones, la sociedad habrá previsto distintos plazos de suscripción que se irán abriendo sucesivamente, a medida que vayan quedando acciones sobrantes tras el cierre del período anterior. De acuerdo con esta previsión, la totalidad de acciones sería ofrecida en el primer tramo de suscripción y el resto de tramos se irían abriendo, en su caso, para la suscripción de las acciones no suscritas en el inmediatamente anterior. A su vez, cada uno de estos tramos puede estar dirigido —como es habitual— a un concreto colectivo de suscriptores. Quizá el supuesto paradigmático sea el constituido por el aumento de capital para cuya suscripción se ha previsto una primera *vuelta* para el ejercicio del derecho de suscripción preferente, una segunda *vuelta* —bien dirigida a aquellos socios que suscribieron en la primera y que hubieran solicitado un mayor número de acciones que las que les permite la relación de cambio derivada del derecho de suscripción, o bien dirigida a determinadas personas o a determinado colectivo de inversores (v. gr.: los trabajadores)—, y otra tercera abierta al público en general. En otras ocasiones, como suele suceder en las grandes ampliaciones de capital de sociedades abiertas, sobre todo, en las ampliaciones de alcance

---

<sup>182</sup> Una de las cuestiones que plantea la ejecución fraccionada del acuerdo de aumento es el de la competencia orgánica para decidir sobre la misma. En particular, se plantea si en el caso de un aumento ordinario (acordado por la Junta General de accionistas) es precisa la previa y expresa habilitación de los administradores en el acuerdo de aumento para que éstos puedan decidir sobre el fraccionamiento de la emisión y la configuración de los distintos tramos. Resulta fuera de toda duda que esta competencia decisoria corresponde a los administradores cuando la Junta hubiera delegado en ellos la facultad "para integrar" el acuerdo de aumento en todo lo no previsto por la Junta al amparo del artículo 153.1. a) LSA (así, DE LA CÁMARA, *El capital social*, cit., p. 294), incluso aunque en dicha delegación no se especifique expresamente este extremo (*vid.*, en este sentido, la RDGRN de 4 de octubre de 2000, Ar. RJ 10212). Pero quizá también, aunque esto sea más dudoso, no existan demasiadas dificultades para reconocer competencia a los administradores, aún a falta de la referida delegación, toda vez que se entienda que la división de suscripción del aumento en varios tramos o plazos constituye una actividad de estricta ejecución técnica del aumento (en la medida en que la mismo no altere elementos, datos o condiciones del aumento presentes en el acuerdo de la Junta), ejecución técnica que *per se* ha de entenderse comprendida en el ámbito de competencias exclusivas de los administradores de la sociedad.

internacional, la propia cifra de aumento se desglosa para su suscripción en distintos tramos —de apertura simultánea o sucesiva (lo que implica diferentes fechas de puesta en circulación de la emisión)— dirigidos cada uno de ellos a un concreto grupo de inversores<sup>183</sup>. La diferencia con el caso anterior radica en que en cada uno de los tramos no se ofrece la totalidad de las acciones que integran la emisión, sino sólo parte de ellas. La división de la emisión en varios tramos puede responder, en consecuencia, a la utilización de un criterio temporal (distintas fechas de puesta en circulación de las acciones que integran la emisión), subjetivo (división de la emisión por grupos, categorías o segmentos de destinatarios), o a ambos conjuntamente.

Sea una u otra la forma en que se articulen los distintos periodos, cuando la suscripción se efectúa de manera fraccionada, el supuesto de hecho de la suscripción incompleta sólo podrá considerarse acaecido cuando, una vez cerrados todos los plazos o tramos previstos para la suscripción de la emisión por parte de la sociedad emisora, todavía quedan acciones sin suscribir<sup>184</sup>. El supuesto de hecho contemplado en la norma está constituido por la suscripción incompleta de la ampliación del capital como operación unitaria, o, de manera más precisa, por la suscripción incompleta de una emisión de acciones —entendida ésta, según se ha indicado, como el conjunto de acciones creadas y puestas en circulación por vez primera en virtud de un acuerdo de aumento del capital y cuyo valor nominal globalmente considerado coincide con la cifra de aumento establecida en dicho acuerdo— con independencia de que la emisión se fragmente o quede diferida en el tiempo. Esta afirmación lleva consigo dos consecuencias estrechamente ligadas entre sí: en primer lugar, que la falta de

---

<sup>183</sup> De la práctica se extrae que la colocación de las ofertas públicas (de emisión o de venta) generalmente se vertebra en dos tramos, uno nacional (en el que suele ofertarse la mayor parte del volumen total de la emisión) y otro tramo destinado a la colocación internacional. En el tramo nacional (destinado a nacionales españoles o residentes), a su vez la oferta se distribuye en diferentes subtramos, destinados cada uno de ellos a distintos colectivos de inversores. Así, se oferta un determinado volumen al denominado tramo minorista, destinado a cualesquiera personas físicas o jurídicas (con posibilidad de subdividir, a su vez, este tramo mediante asignación de un volumen concreto destinado a empresas y compañías no financieras y otro a personas físicas) y otro al tramo institucional, destinado a inversores institucionales (Fondos de Pensiones, Entidades de Seguros, Entidades de Crédito, Sociedades y Agencias de Valores y Sociedades y Fondos de inversión mobiliaria). En el tramo internacional, la oferta suele ir dirigida exclusivamente o en su mayor parte a inversores institucionales.

<sup>184</sup> Vid. CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", *cit.*, p. 763; SACRISTÁN REPRESA, "El aumento del capital", *cit.*, p. 286.



cobertura de uno de los tramos no supone suscripción incompleta en sentido técnico si las acciones que lo integraban han sido suscritas en su totalidad en los restantes tramos. De acuerdo con el contenido de la norma reguladora de la suscripción incompleta, la falta de íntegra suscripción de las acciones ofrecidas en uno de los tramos no desencadena, pues, el acaecimiento del supuesto de hecho que es necesario para la aplicación de la consecuencia jurídica prevista en dicha norma —ineficacia del acuerdo de aumento— o por la sociedad en las *condiciones de la emisión* (vid. art. 161.1 LSA) respecto de ese tramo, sino que únicamente podrá ser el hecho que desencadene la apertura de los tramos sucesivos<sup>185</sup>. En segundo lugar, que aunque varios de los tramos en que se fracciona la ampliación hayan sido cubiertos por completo, si acaecerá el supuesto de hecho legal de la suscripción incompleta del aumento cuando otro u otros de esos tramos haya quedado sin suscribir totalmente, de modo que si la sociedad no previó en las condiciones de emisión la *escindibilidad* de la operación, la aplicación del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas provocará la ineficacia de todas las suscripciones efectuadas en ejecución de esa

---

<sup>185</sup> Ello adquiere sentido en los casos en que para la ejecución del aumento se establezcan varios plazos de apertura sucesiva. Así, por ejemplo, previsto un primer plazo de suscripción en el que todas las acciones que representan la cuantía del aumento se ofrecen a los antiguos accionistas seguido, en su caso, de otro plazo dirigido al público en general, la suscripción incompleta de las acciones ofrecidas en esa primera vuelta no supondrá que las suscripciones efectuadas quedarán ya irremediabilmente ineficaces, sino que para las acciones sobrantes se abrirá el siguiente período, al cabo del cuál, si aún quedan acciones sin suscribir, podrá verificarse el supuesto de hecho de la suscripción incompleta.

Pero incluso en el supuesto de tramos de apertura simultánea destinados a distintos colectivos de inversores, las acciones no suscritas en alguno de los tramos pueden llegar a ser suscritas por los destinatarios de alguno de los otros tramos cuando la sociedad se haya reservado la posibilidad de redistribución entre los distintos tramos. En efecto, La asignación del número de acciones ofrecidas en cada uno de los tramos no tiene que ser necesariamente fija. Al objeto de permitir una mayor flexibilidad y una mejor respuesta ante la demanda de los destinatarios de cada tramo (evitando que mientras en un tramo la demanda supere el número de títulos ofrecidos, otro tramo quede, sin embargo, sin cubrir totalmente debido al más escaso interés de los inversores al que va destinado), en la práctica viene utilizándose en los últimos años una técnica conocida como *clawback*. Esta técnica consiste, básicamente, en una opción de redistribución de las cantidades de valores ofrecidos en cada tramo que el emisor —u oferente— se reserva de acuerdo con determinadas condiciones fijadas en el folleto (sobre la misma, vid., brevemente, A. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, "Artículo 30. Entidades colocadoras y comercializadoras", en F. Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, p. 856-857).

operación de aumento, y no sólo las realizadas en el tramo no cubierto<sup>186</sup>.

3. Sentadas estas premisas, cabe preguntarse si la sociedad puede establecer para cada tramo independientemente considerado, consecuencias jurídicas distintas en función de la incompleta suscripción de las acciones ofrecidas en ese tramo. Entre la doctrina italiana algunos autores sostienen que aunque la norma (art. 2439 II del *Codice civile* italiano) se refiere a la incompleta suscripción del conjunto de la ampliación del capital, nada impide, en principio, que la sociedad haya podido también prever la *escindibilidad* o la *inescindibilidad* interna de cada uno de los tramos en los que se subdivide la suscripción. Así, si uno de los tramos se ha previsto como *escindible*, las suscripciones efectuadas quedarían eficaces con independencia de que no hayan sido suscritas todas las acciones ofrecidas en ese tramo o de que en otros tramos queden acciones sin suscribir. Por el contrario, si la oferta de suscripción de un concreto tramo se planteó como *inescindible*, la falta de íntegra suscripción de las acciones ofrecidas en ese tramo determinaría exclusivamente la ineficacia de las suscripciones habidas en el mismo, y no la de las suscripciones efectuadas en los restantes tramos<sup>187</sup>.

No hay perder de vista, sin embargo, el hecho de que estas consideraciones

---

<sup>186</sup> Por ejemplo, piénsese en un aumento del capital en el que, habiéndose excluido parcialmente el derecho de suscripción preferente, la ejecución del aumento se divide en tres tramos de apertura simultánea: uno de ellos —en el que se ofrecería un tercio del total de las acciones que representan la cifra de aumento— dirigido a los accionistas, otro tramo por otro tercio dirigido a la suscripción por concretas personas, y, en fin, otro tercero por el resto de las acciones emitidas dirigido al público en general. Cubiertos por completo los dos primeros tramos, las suscripciones realizadas dentro de ellos serán ineficaces si en el tramo dirigido al público quedaron acciones sin suscribir, a no ser que la entidad emisora, haciendo uso de la opción que concede el artículo 161 LSA, hubiera previsto que el aumento quedaría eficaz por la cuantía suscrita.

<sup>187</sup> Así, con relación a la *escindibilidad* o *inescindibilidad all interno de cada tranche*, MARCHETTI, "Commento all'art. 20.II", *cit.*, p. 174; de igual manera, F. GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, Torino, 1995, p. 62, nota 56. Además, estos autores admiten la posibilidad de prever una escindibilidad de "segundo grado", conforme a la cuál la eficacia del aumento se iría produciendo progresivamente, adquiriendo los suscriptores la condición de accionista y pudiendo ejercitar los derechos ligados a dicha condición desde el momento mismo de la suscripción sin esperar al final de la ejecución total del aumento.

en relación con la posibilidad de prever la *escindibilidad* o *inescindibilidad* por tramos aparecen realizadas en el marco de la normativa italiana sobre suscripción incompleta del aumento, por lo que puede existir algún obstáculo a la hora de admitirlas a la vista del tenor literal de la norma española. El obstáculo principal reside en que, a diferencia de lo que acontece en la norma italiana, la norma española establece como consecuencia de la suscripción incompleta de las acciones emitidas la ineficacia del propio *acuerdo* de aumento (cfr. art. 161.2 LSA)<sup>188</sup>. Así, si uno de los tramos se configuró como *inescindible* y sucede que las acciones ofrecidas en él no resultan íntegramente suscritas, al ser la consecuencia jurídica prevista legalmente la ineficacia del propio *acuerdo* de aumento, esta ineficacia llevará consigo la ineficacia de las suscripciones realizadas en los otros tramos, dado que la existencia de un acuerdo de aumento eficaz constituye un requisito necesario de para la validez de las mismas. Con todo, quizá convenga a estos efectos abogar por una interpretación de la norma que dulcifique su tenor literal para hacer posible que la sociedad pueda prever diferentes consecuencias jurídicas para el evento de la suscripción incompleta por razón de los distintos tramos.

A nuestro juicio, el fenómeno de la división de la emisión en varios tramos queda definido por el hecho ser una operación jurídicamente unitaria y sustentada en un acuerdo único de aumento del capital en una cifra determinada con ejecución fraccionada, es decir, que el total de acciones que se emiten en ejecución de ese acuerdo de aumento forman parte de una única emisión, a pesar de que su suscripción se estructure en distintas *tranches*. No obstante, hay que tener en cuenta que bajo la expresión *aumento de capital escalonado* la doctrina hace referencia a distintos fenómenos que acaecen en la práctica, unos coincidentes con la descripción que acaba de señalarse, y otros, en cambio, sustancialmente diferentes. Así, en relación con un fenómeno similar al que ha venido haciéndose referencia, la expresión *aumento de capital escalonado* se ha utilizado por algunos para definir aquellas operaciones en las que "la junta

---

<sup>188</sup> La norma italiana (art. 2439.II *Cod. civ.*) no determina exactamente la *ineficacia del acuerdo de aumento* como la consecuencia jurídica derivada del fenómeno de la suscripción incompleta, sino que se pronuncia en términos más abstractos o generales que permiten un mayor juego a la hora de elaborar ciertas tesis o interpretaciones. En concreto, el artículo 2439.II *Codice civile* establece simplemente que si el aumento del capital no es íntegramente suscrito en el plazo fijado en el acuerdo de aumento para la suscripción "...il capitale è aumentato di un importo pari alle sottoscrizioni raccolte soltanto se la deliberazione medesima lo abbia espressamente previsto".

acuerda una cifra de aumento cuya cobertura total vendrá a realizarse en varias suscripciones parciales sucesivas que tienen lugar en períodos específicamente fijados”, de modo que “sólo existe un fraccionamiento en la ejecución de la operación, pero cada *tranche* forma parte de un aumento único, con condiciones de suscripción unitarias a las que, en principio, debe quedar sujeta cada fracción”<sup>189</sup>. Para otros, la expresión *aumento del capital escalonado* se refiere, en cambio, a operaciones de aumento del capital caracterizadas, básicamente, por fragmentarse en varios tramos o escalones instrumentados formalmente, bien en varios acuerdos de aumento del capital sucesivos adoptados en el seno de la misma Junta, bien en un único acuerdo complejo, pero respondiendo en ambos casos a una única operación desde un punto de vista financiero<sup>190</sup>. Esta segunda concepción está caracterizada, principalmente, por la recíproca autonomía entre los distintos tramos, lo que determina que al segundo tramo se concurre con la posición corporativa adquirida a resultas de la participación en el primero y no en función de la participación originaria. En este caso, a diferencia del anterior, puede afirmarse que, en realidad, estamos ante varias ampliaciones de capital formal y jurídicamente independientes entre sí a pesar de que en el orden económico puedan considerarse como partes de una misma operación y los distintos tramos estén vinculados genética y funcionalmente<sup>191</sup>. En nuestra opinión, esta independencia jurídica entre los distintos tramos hace que el fenómeno de la suscripción incompleta se deba apreciar individualmente respecto de cada tramo, en cuyo ámbito se desplegarán las consecuencias previstas legalmente.

---

<sup>189</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, p. 202-203. Conviene indicar que la Dirección General de los Registros y del Notariado ha resuelto en contra de permitir que las diferentes ejecuciones fraccionadas de un único acuerdo de aumento del capital puedan acceder al Registro Mercantil por separado. En la RDGRN de 4 de octubre de 2000 (Ar. RJ 10212), la Dirección General ha sostenido que, admitida la posibilidad de que el órgano de administración decida ejecutar fraccionadamente (en diversos momentos) el acuerdo de aumento del capital acordado por la Junta General de accionistas en una determinada cifra, sin embargo, cada uno de los acuerdos de los administradores por los que se ejecutara parcialmente dicho acuerdo no puede acceder por separado al Registro, toda vez que el acuerdo de aumento tiene carácter unitario por más que se ejecute fraccionadamente.

<sup>190</sup> Vid. PAZ-ARES, “El aumento mixto de capital (Notas en defensa de la figura)”, *RDM*, nº 203-204, 1992, p. 24-26; L. SANZ PARAÍSO, “Aumento de capital escalonado, por compensación de créditos y nuevas aportaciones dinerarias”, *RdS*, nº 8, 1997, p. 243.

<sup>191</sup> Vid. PAZ-ARES, “El aumento mixto”, *cit.*, p. 24-25. A su juicio, la clave para determinar cuándo se está ante un aumento de capital escalonado y cuando ante dos (o más) aumentos independientes, no reside en la independencia jurídica de los acuerdos de aumento o en la autonomía recíproca de los tramos, sino en la independencia o dependencia funcional o financiera. Así, estaremos ante un sólo aumento escalonado y no ante dos aumentos independientes cuando a pesar de existir formalmente dos acuerdos independientes y dos tramos autónomos entre sí, existe una dependencia funcional, financiera o económica entre ellos.

## 2.2. La duración del plazo de suscripción

### A) La duración mínima

Otra de las cuestiones que plantea la fijación del plazo general de suscripción se refiere a la duración mínima y máxima que puede tener dicho periodo. En cuanto a la duración mínima, el tema no ofrece demasiados problemas. Tratándose de un aumento del capital con derecho de suscripción preferente, la sociedad estará obligada a respetar el plazo mínimo de suscripción impuesto de forma expresa por el artículo 158.1 de la Ley de Sociedades Anónimas, cuya duración, como es sabido, se sitúa en un mes para las sociedades no cotizadas y en quince días para las cotizadas<sup>192</sup>. En ambos casos, el plazo legal respeta las

---

<sup>192</sup> La reducción del plazo mínimo legal para ejercitar el derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas de un mes a quince días constituye una de las novedades incorporadas a la LSA por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de Reforma de la Ley del Mercado de Valores (Disposición Adicional Decimoquinta, nº 6). Con esta medida, la Ley se ha hecho eco de aquellas opiniones difundidas en los últimos años entre la doctrina mercantil y los operadores financieros, tanto en España como en otros países del entorno europeo, que habían venido postulando, cuando menos, una reducción del plazo mínimo para la suscripción preferente del aumento en las sociedades abiertas a fin de agilizar el cierre de la operación de aumento. La reducción del plazo mínimo legal para el ejercicio del derecho de suscripción preferente aparece justificada, junto con otras medidas conexas, en la necesidad reducir los riesgos a que se veían sometidos los distintos partícipes en la operación de aumento (suscriptores, entidades aseguradoras y emisor) derivados de la volatilidad del mercado (especialmente, por la posible fluctuación de la cotización bursátil de las antiguas acciones) durante un tiempo excesivamente largo (un mes), en que por estar abierto aún el periodo de suscripción las nuevas acciones no pueden ser admitidas a cotización ni transmitirse (poniendo de manifiesto los perjuicios derivados del necesario mantenimiento del plazo para la suscripción preferente en las sociedades abiertas, *vid.*, ALFARO, *Interés social y derecho de suscripción*, *cit.*, p. 91-92, con citas de la doctrina alemana en el mismo sentido; poco antes de la reforma, DE CARLOS BERTRÁN, *Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables*, Madrid, 1998, p. 56 y ss.; también, en sentido favorable a la flexibilización del régimen del derecho de suscripción preferente, tanto en lo que se refiere a la reducción del plazo mínimo para su ejercicio, como a la posibilidad de su exclusión, D. VÁZQUEZ ALBERT, "El derecho de suscripción preferente en el Derecho Comunitario", *RDM*, nº 230 (octubre-diciembre de 1998), p. 1694 y ss.; *id.* "El conflicto entre mayoría y minoría", *cit.*, p. 159 y ss.; *id.* *La exclusión del derecho de suscripción*, *cit.*, p. 83 y ss.). La medida reductora del plazo mínimo para la suscripción preferente ha merecido una dura crítica por parte de A. SÁNCHEZ ANDRÉS ("Apunte crítico sobre algunas propuestas de reforma de la Ley del Mercado de Valores dignas de comentario", *RDBB*, nº 71, julio-septiembre de 1998, p. 846-847), quien considera que los resultados que se pretenden conseguir —abaratar las tarifas de las entidades colocadoras y aseguradoras, que se habían disparado por el hecho de tener que asumir la cobertura de la emisión en un mercado volátil durante al menos treinta días— pueden ser obtenidos recurriendo a otros métodos con efectos menos perversos, a la vez que duda de la utilidad de la nueva medida con relación al resultado presuntamente perseguido.

exigencias de la Segunda Directiva en relación con este aspecto, puesto que, como es sabido, la norma comunitaria fija una duración mínima del período de suscripción preferente de catorce días (art. 29.3 Segunda Directiva). Por el contrario, habiéndose excluido el derecho de suscripción, o estando ante uno de los casos en que tal derecho no existe (art. 159.2 LSA), la sociedad no está obligada a observar disposición legal alguna que imponga una duración mínima al plazo de suscripción.

Aunque la Ley nada indique, el plazo inicialmente fijado (incluso cuando éste se corresponda con el plazo mínimo legal) o, en su caso, los plazos sucesivos pueden vencer anticipadamente por íntegra suscripción del aumento. Así, cuando se verifica la suscripción íntegra del aumento antes de que haya llegado el día previsto de cierre del plazo de suscripción, los administradores pueden adjudicar las acciones desde ese mismo momento e iniciar los trámites para la inscripción del acuerdo de aumento y de su ejecución en el Registro Mercantil, sin necesidad de esperar al día del cumplimiento del período de suscripción<sup>193</sup>.

---

Dejando de lado el juicio que pueda merecer esta medida en términos generales, no podemos dejar de apuntar al menos una objeción en relación con la reforma, objeción que tiene que ver con la posibilidad de que el titular del derecho de suscripción tenga sus acciones usufructuadas. En efecto, la Ley 37/1998, al reducir el plazo de suscripción de un mes a 15 días, no ha modificado simultáneamente el artículo 70 LSA, que legitima al usufructuario para suscribir las acciones o vender los derechos de suscripción para el caso de que diez días antes de la expiración del plazo establecido para su ejercicio el nudo propietario no hubiera procedido a la suscripción o la enajenación. Si antes de la referida reforma el nudo propietario disponía al menos de 20 días para decidir el ejercicio del derecho o su venta, en la actualidad —siempre que se trate de accionistas de sociedades cotizadas— el nudo propietario sólo dispone de 5 días para evitar que el usufructuario active el derecho que le otorga el artículo 70 LSA, lo que evidentemente impone una mayor diligencia tanto aquél en cuanto a la decisión de optar por suscribir o enajenar o de conseguir los fondos económicos precisos para la suscripción, como a los intermediarios financieros a la hora de comunicar a sus clientes la apertura del plazo de suscripción y de ejecutar las órdenes recibidas de éstos al respecto.

<sup>193</sup> Por ejemplo, concedido el plazo mínimo legal de un mes para el ejercicio del derecho de suscripción preferente, si transcurridos los primeros cinco días todos los accionistas han ejercitado el derecho en su totalidad con la consiguiente íntegra suscripción del aumento, no debiera ser necesario que los administradores esperen al fin del plazo originariamente establecido para dar por ejecutado el aumento y proceder a su inscripción. En el marco del Derecho extranjero, una previsión legal expresa en relación con el vencimiento anticipado del plazo fijado para el ejercicio del derecho de suscripción preferente se encuentra en el Derecho francés (art. L. 225-141.2º del *Code de Commerce*), que se aplica tanto para el caso de que todos los derechos de suscripción a título irreductible hayan sido ejercitados (por los titulares originarios de los derechos o por los cesionarios), como para el caso de que el aumento resulte íntegramente suscrito después de la renuncia individual al ejercicio de sus derechos por parte de sus titulares (*vid.* art. L. 225-132.4º del *Code de Commerce*, desarrollado en cuanto a las condiciones y efectos de la renuncia individual por el art. 157-1 del Decreto nº 67-236 de 23 de marzo de 1967). En este último caso, se requiere que todos accionistas hayan comunicado a la sociedad su renuncia individual y que la totalidad de

## B) La duración máxima

1. Más complejo es, por el contrario, el tema de la duración máxima del plazo de suscripción. La legislación societaria española no impone de manera expresa y directa un límite máximo a la duración del plazo para suscribir los aumentos de capital. No obstante, concede a los suscriptores el derecho a pedir la resolución de la obligación de aportar y la restitución de las aportaciones realizadas si, transcurridos seis meses desde la apertura del plazo de suscripción, no se hubieran presentado para su inscripción en el Registro Mercantil los documentos que acreditan la ejecución del aumento (art. 162.3 LSA)<sup>194</sup>. Dicho período de seis meses marca el momento inicial y el momento final para el cumplimiento de una obligación legalmente impuesta a cargo de la sociedad, sin que durante el mismo procedan eventuales solicitudes de restitución de aportaciones<sup>195</sup>.

2. Aunque esta norma —que parece haber tomado como modelo el régimen

---

las acciones emitidas hayan sido suscritas por otros accionistas o por terceros beneficiarios de las renunciaciones (G. RIPERT/R. ROBLOT, *Traité de Droit Commercial*, I, 17ª ed., Paris, 1998, p. 1418, nº 1943; MESTRE/BLANCHARD-SÉBASTIEN, *Lamy Sociétés Commerciales*, cit., nº 3636).

<sup>194</sup> El referido derecho de restitución se prescribe de manera idéntica en el ámbito de la sociedad de responsabilidad limitada (cfr. art. 78.3 LSRL), donde el legislador de 1995 se ha limitado a trasladar la solución ya elaborada para la sociedad anónima.

<sup>195</sup> El vencimiento del período de los seis meses marca, en consecuencia, el momento a partir del cual se produce el incumplimiento y los suscriptores pueden solicitar la resolución del vínculo contractual y la restitución de las cantidades desembolsadas. Sobre si este plazo de cumplimiento puede ser ampliado judicialmente en beneficio de la sociedad ante una pretensión de resolución ejercitada por cualquiera de los suscriptores, es preciso tener en cuenta que por ser materia mercantil juega la especialidad del artículo 61 C. de C., que prohíbe la concesión de plazos suplementarios de gracia o cortesía, derogando así la norma general que autoriza la concesión de tales plazos (vid., art. 1124.3 C.C.). Esto no significa, sin embargo, que el plazo de seis meses deba ser considerado como un plazo esencial, pues la sociedad, a pesar del vencimiento del mismo, seguirá estando obligada frente a todos y cada uno de los suscriptores que no desean ejercitar su derecho de resolución y restitución a realizar los actos necesarios para la inscripción del aumento en el Registro Mercantil, de tal manera que en el momento en que la sociedad cumpliera con esta obligación —aunque de forma tardía— debería quedar paralizada la posibilidad de ejercitar nuevas demandas de resolución (cfr. con las consecuencias del cumplimiento del término esencial en DíEZ-PICAZO, *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, II (Las relaciones obligatorias), Madrid, 1996, p. 339-340).

previsto en el Derecho francés (arts. L. 225-144.3º y L. 225-11.2º del *Code de Commerce*)<sup>196</sup>—, será objeto de análisis posteriormente en relación con los

---

<sup>196</sup> Así, ROJO, "El acuerdo de aumento", *cit.*, p. 2341, nota 5; BERCOVITZ, "Modificación de estatutos", *cit.* p. 187; *id.* "Modificación del capital social", *cit.*, p. 492-493. El art. L. 225-144.3º del *Code de Commerce* francés (antiguo artículo 191.3 de la Ley de Sociedades Comerciales de 1966) —y que es aplicable sólo a los aumentos de capital con aportaciones dinerarias—, reconoce a todo suscriptor el derecho a que la sociedad nombre un mandatario encargado de restituir los fondos a los suscriptores si el aumento de capital no es realizado en el plazo de seis meses desde que se abrió el plazo de suscripción, esto es, cuando transcurridos seis meses desde la apertura de este plazo no se ha emitido el certificado del depositario de los fondos procedentes de los suscriptores (*vid.* en cuanto al momento en que el aumento de capital se entiende realizado el artículo 167 del Decreto 67-236 de 23 de marzo de 1967 y en cuanto a las personas o entidades que pueden ser depositarias, el artículo 62 del referido Decreto). La norma española presenta, sin embargo, algunas diferencias importantes con el precepto que, presumiblemente, le sirvió de referencia. Por un lado, la norma española otorga el derecho a la restitución cuando transcurridos seis meses desde la apertura del plazo de suscripción, *la sociedad no hubiera presentado en el Registro los documentos acreditativos de la ejecución*, mientras que, conforme al Derecho francés, el derecho a la restitución no queda ligado a la falta de inscripción del aumento tras los referidos seis meses, sino que se concede cuando después de seis meses desde la apertura del plazo de suscripción *el aumento de capital no ha sido realizado*, esto es, cuando transcurridos los citados seis meses no se hubiera emitido el certificado de depósito de las aportaciones, que es temporalmente anterior a la inscripción registral (art. 167 del Decreto de 23 de marzo de 1967). Por otro lado, mientras el Derecho francés declara expresamente la indisponibilidad por parte de la sociedad de las aportaciones realizadas por los suscriptores hasta el momento en que el aumento se entienda realizado, es decir, hasta la emisión del certificado del depositario de las aportaciones — banco, Caja de depósitos y consignaciones o notario— (en el sentido de que la disponibilidad de los fondos no queda subordinada a la inscripción del aumento del capital en el registro, *vid.* RIPERT/ROBLLOT, *Traité de Droit Commercial*, *cit.*, p. 1421, nº 1947; VV.AA., *Mémento Pratique Francis Lefebvre*, *cit.*, marginal 2087; MESTRE/BLANCHARD-SÉBASTIEN, *Lamy Sociétés Commerciales*, *cit.*, marginal 3677), en el sistema español no se habla expresamente de indisponibilidad hasta el momento de la inscripción del aumento, lo que puede plantear problemas de cara a la restitución en caso de aportaciones no dinerarias o en caso de insolvencia de la sociedad. En fin, mientras el Derecho francés establece la obligación de restitución a cargo de la sociedad respecto de todos los suscriptores, aunque sólo haya sido uno el que lo hubiera solicitado (*vid.* MESTRE/BLANCHARD-SÉBASTIEN, *op. cit.*, nº 3677), en el Derecho español la sociedad sólo parece estar obligada a restituir a aquellos suscriptores concretos que lo soliciten.

La preocupación por establecer un período de tiempo a partir del cual los suscriptores podrán solicitar la restitución de las aportaciones a falta de realización del aumento, está presente también en otros sistemas extranjeros, si bien no es uniforme la elección de la circunstancia que permite solicitar dicha restitución. Así, el Derecho belga, también aplicable, al igual que el francés, sólo a los aumentos de capital con cargo a aportaciones dinerarias, establece que si el aumento de capital *no es realizado* en los tres meses siguientes a la apertura de la cuenta especial a la que van destinados los fondos procedentes de las suscripciones, los fondos serán restituidos, bajo solicitud, a aquellos que los realizaron (*vid.* art. 34 nº 3 del Título IX del Código de Comercio belga). Hay que tener en cuenta que la realización del aumento en este sistema legal se liga a la realización de los actos de ejecución pero no a la inscripción registral de los mismos (*vid.* art. 34. 4º). Este mismo plazo de tres meses *desde la adopción del acuerdo de aumento* es el escogido por el Derecho suizo para determinar la caducidad del acuerdo si el aumento *no ha sido inscrito en el Registro Mercantil* (art. 650.1º y 3º del Código de Obligaciones), aunque la doctrina suaviza el rigor legal interpretando que el plazo legal de tres meses no es para la inscripción propiamente dicha, sino para efectuar la solicitud de inscripción (P. FORSTMOSER/A. MEIER-HAYOZ/P. NOBEL,



denominados "aumentos incompletos sobrevenidos"<sup>197</sup>, conviene ahora llamar la atención sobre el hecho de que la misma aparece estrechamente relacionada también con la cuestión de la duración máxima del plazo para suscribir la ampliación del capital. En efecto, la circunstancia de que el *dies a quo* para el cómputo del plazo de seis meses tras el cuál los suscriptores pueden ejercitar este derecho a la restitución de las aportaciones se haya hecho coincidir con la fecha de apertura del plazo de suscripción, puede hacer pensar que dicho plazo constituye un límite legal implícito a la duración del período de suscripción, que, a su vez, significaría la imposición indirecta de un límite a la libertad de la sociedad en cuanto a la fijación del plazo de suscripción. Así, se ha sostenido que si a partir de ese momento los suscriptores pueden hacer uso de su derecho a solicitar la restitución, el plazo de suscripción no puede ir más allá de ese momento o, incluso, debe ser inferior a seis meses a fin de que los administradores dispongan de un cierto tiempo que les permita realizar los trámites precisos para la presentación de los documentos acreditativos de la ejecución del aumento en el Registro Mercantil<sup>198</sup>.

---

*Schweizerisches Aktienrecht*, Bern, 1996, § 52, marginal 84-85). Este sistema de caducidad del acuerdo de aumento es también el seguido por el Derecho portugués, en el que dicho acuerdo caduca al término de un año en caso de que la *escritura del aumento no haya podido ser otorgada por falta de realización de las aportaciones* (art. 89.4 del Código de Sociedades Comerciales). En fin, en el Derecho alemán (§ 185.1º.4 AktG), si bien no se establece un concreto período de tiempo, se obliga a la sociedad a determinar en el boletín de suscripción el momento en el que, *por no haber sido inscrita la ejecución del aumento* en el Registro Mercantil, las suscripciones devienen no vinculantes (*unverbindlich*), lo que significa que, a partir de ese instante, se extinguen los derechos y obligaciones de suscriptores y sociedad derivados de la suscripción y el aumento de capital fracasa íntegramente, no pudiendo ser ya inscrito en el Registro Mercantil (*vid.* M. LUTTER, *Kölner Komm.*, § 185, marginal 29 y marginal 42).

<sup>197</sup> Básicamente, la cuestión que se tratará se refiere a si el ejercicio del derecho a la resolución y a la restitución por parte de alguno o alguno de los suscriptores conforme al apartado tercero del artículo 162 conduce a un resultado material análogo al que se deriva de la suscripción incompleta del aumento contemplada en el artículo 161 LSA, susceptible de justificar la aplicación de este último precepto también aquel otro supuesto. Sobre ello, *vid. infra* Capítulo 6º, III.

<sup>198</sup> Así, consideran que el plazo de seis meses constituye un plazo de caducidad para suscribir la ampliación del capital total o parcialmente, R. GARCÍA LUENGO, R. SOTO VÁZQUEZ, *El nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima*, Madrid, 1991, p. 723; T. A. MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, "El aumento del capital social", en V.M. Garrido de Palma y otros, *Las sociedades de capital conforme a la nueva legislación*, Madrid, 1990, p. 683. También, en el ámbito de la sociedad de responsabilidad limitada —cuyo régimen legal ha incorporado la solución del artículo 162.3 LSA (*cfr.* art. 78.3 LSRL)—, ROJO, "El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada", *cit.*, p. 833; F. SACRISTÁN BERGIA, "Una aproximación al derecho a la restitución de las

La duda no se suscita en relación con aquellos supuestos en los que la sociedad se haya acogido al sistema de la inscripción separada del acuerdo de aumento y de la ejecución (art. 162.2 LSA). En estos casos, si la sociedad es cotizada, el derecho a la restitución de las aportaciones por falta de presentación en el Registro Mercantil de los documentos acreditativos de la ejecución del acuerdo se otorga a los titulares de las nuevas acciones *transcurrido un año desde la conclusión del período de suscripción* (art. 162.4 y 5 LSA). La fijación del *dies a quo* para el cómputo del plazo por referencia a la fecha de cierre del plazo de suscripción impide pensar que la Ley de anónimas limita la libertad de la sociedad en cuanto a la duración máxima de dicho plazo<sup>199</sup>.

---

aportaciones previsto en el artículo 78.3 de la LSRL", *RdS*, nº 12, 1999-1, p. 302. Una postura ecléctica es la que mantiene SACRISTÁN REPRESA, ("El aumento del capital", *cit.*, p. 289-290) en cuanto que, si bien entiende que la Ley considera indirectamente que la duración del plazo o los plazos de suscripción no debe exceder de los seis meses, el transcurso de estos seis meses no constituye una fecha tope para mantener la eficacia de la suscripción del aumento, ni siquiera para poder realizar esta suscripción. Por lo demás, no hay que olvidar que si se considera que el régimen del artículo L. 225-144.3º del *Code de Commerce* francés ha sido el modelo tenido en cuenta por el legislador español en la elaboración del precepto que ahora se comenta, entre la doctrina de aquel país existen también autorizadas opiniones que ven en el plazo de seis meses al que alude la norma francesa un plazo máximo para suscribir el aumento (así, al parecer, RIPERT/ROBLLOT, *Traité de Droit Commercial*, *cit.*, p. 1418, nº 1943). No obstante, hay quien sostiene que este plazo puede ser prorrogado más allá de los seis meses en virtud de un acuerdo tácito entre todos los suscriptores, ya que si uno solo de los suscriptores solicitara la restitución deberían restituirse la totalidad de los fondos. Es decir, aún considerando que los seis meses son en principio el plazo máximo para suscribir y desembolsar el aumento, nada impide que los administradores puedan recibir suscripciones una vez cumplido el plazo, siempre que hasta ese momento no se hubieran efectuado demandas de restitución (*vid.* MESTRE/BLANCHARD-SÉBASTIEN, *Lamy Sociétés Commerciales*, *cit.*, nº 3678, citando un informe de la COB, cuya solución los autores consideran extensible también a las sociedades que no efectúan oferta pública de suscripción).

<sup>199</sup> Cuando el aumento del capital se realiza con emisión pública de acciones, el límite a la duración del plazo de suscripción se establece, sin embargo, en la O.M. de 12 de julio de 1993, de desarrollo del R.D. 291/1992, sobre emisiones y ofertas públicas de ventas de valores, que contiene una específica previsión de la duración máxima del plazo de suscripción, situándola en un año (*vid.* Número Séptimo de esta Orden). Este plazo de un año lo es para la duración máxima del período de suscripción o colocación (junto con sus prórrogas) de toda clase de emisiones y ofertas públicas de valores negociables, plazo que debe respetarse "aún cuando el total importe de la emisión, oferta o programa no haya sido totalmente suscrito o adquirido" (*sic*). Es preciso indicar que la fijación de un año como duración máxima del plazo de suscripción de las emisiones públicas se efectúa "a los efectos previstos en el artículo 4, apartado cuarto, del Real Decreto 291/1992". Esta remisión va referida a la habilitación que el mencionado Real Decreto otorga al Ministerio de Economía y Hacienda y a la CNMV para determinar, entre otras cuestiones, la duración del programa de emisión o del período de suscripción en los programas de emisión continua o abierta de valores homogéneos "tales como programas de emisión de pagarés de empresa, o de emisiones con período de suscripción indefinido o de larga duración"... "a los efectos de poder considerar los valores integrados en una misma emisión" (*vid.* art. 4.4º R.D. 291/1992), habilitación de la que el Ministerio de Hacienda ha hecho uso precisamente a través de la Orden Ministerial de 12 de julio de 1993 y de la Circular 2/1999, de 22 de abril, de la CNMV. Pero, el Ministerio de Economía y Hacienda no sólo se ha limitado a determinar en esta Orden el período máximo de suscripción o de colocación de las emisiones en los programas de emisión continua o abierta de

Cierto es que *de facto* la prescripción contenida en el artículo 162.3 de la Ley de Sociedades Anónimas producirá el efecto de limitar en este sentido la libertad de la sociedad en cuanto a la fijación del plazo de suscripción. De otro modo, la sociedad corre el riesgo de tener que hacer frente a posibles demandas de restitución abierto aún el plazo de suscripción fijado y no pudiendo inscribir todavía el aumento por quedar acciones pendientes de suscripción cuya oferta está obligada a mantener hasta la finalización de aquel plazo (v. *gr.*: establecido un plazo general de suscripción de ocho meses, a partir del sexto mes todos aquellos que ya hayan suscrito podrían, en principio, solicitar la restitución de las aportaciones a pesar de que la sociedad todavía no está en condiciones de inscribir el aumento por no haber finalizado todavía la ejecución del mismo). Más dudoso es, sin embargo, que este concreto precepto haya sido dictado con la finalidad específica de prohibir directamente la existencia de plazos de suscripción de duración mayor de seis meses. Si así fuera, en caso de que la sociedad hubiera fijado un plazo para la suscripción del aumento superior a los seis meses, o bien la fijación de ese plazo sería nula por ser contraria a la Ley, o bien el plazo quedaría reducido *ex lege* a los preceptivos seis meses, careciendo de eficacia las suscripciones que se hubieran realizado después.

El hecho de que la norma que se comenta establezca como *dies a quo* para el cómputo de los seis meses el día del comienzo del plazo de suscripción, presenta, además, una cierta falta de lógica si se analiza desde la perspectiva más general del cómputo de los plazos para el cumplimiento de las obligaciones. Los seis meses del artículo 162.3 de la Ley de anónimas constituyen un plazo legal otorgado a la sociedad para el cumplimiento de su obligación de inscribir el aumento en el Registro Mercantil. Y en buena lógica cuando para el cumplimiento de una obligación se establece un determinado plazo o período de tiempo, el *dies a quo* para el cómputo de ese plazo debe coincidir, como mínimo, con el momento en que ha se ha perfeccionado la fuente de la obligación a cumplir, esto es, con el momento del nacimiento de esa obligación. Sobre esta base, es posible advertir que del artículo 162.3 se deriva que el plazo

---

valores, sino que ha aprovechado la habilitación para extender el plazo de un año a la duración máxima del período de suscripción o colocación de toda clase de emisiones y ofertas públicas de valores negociables (con la única excepción de las acciones de las SIMCAV y de las participaciones de Fondos de Inversión).

dentro del cuál la sociedad está obligada presentar en el Registro Mercantil los documentos que acreditan la ejecución del aumento, empieza a contar en un momento temporal en que la sociedad no tiene —ni tendrá durante el tiempo que dure la suscripción del aumento— posibilidad de cumplir, por no estar aún ejecutada la operación<sup>200</sup>.

Estas consideraciones llevan a pensar que, quizá, hubiera sido más adecuado que la fijación del *dies a quo* para el cómputo del plazo en el que la sociedad debe presentar en el Registro los documentos acreditativos de la ejecución del aumento se hubiera hecho coincidir con el fin del plazo de suscripción que la sociedad hubiera previamente establecido, puesto que será sólo a partir de este momento cuando la operación de aumento podrá considerarse, en su caso, ejecutada. No obstante, esta interpretación se opone frontalmente al tenor literal de la norma, que, de forma clara, hace coincidir el *dies a quo* con el día en que comienza el período para la suscripción del aumento<sup>201</sup>.

---

<sup>200</sup> Esta contradicción se manifiesta claramente en los casos en los que exista derecho de suscripción preferente. En sociedades no cotizadas —que son, precisamente, las que resultan afectadas por lo dispuesto en el artículo 162.3 LSA— la Ley prevé una duración mínima de un mes para el plazo de suscripción. En estas circunstancias, la sociedad estará obligada, en consecuencia, a mantener la oferta de suscripción durante el plazo de un mes, que será también el que transcurra en su contra a efectos de cumplir con el plazo para solicitar la inscripción de la ejecución del aumento en el Registro Mercantil sin quedar obligada a atender posibles demandas de restitución de aportaciones.

<sup>201</sup> Esta interpretación literal ha sido acogida por la citada SAP de Barcelona de 20 de diciembre de 1996 (RGD, nº 636, 1997, p. 11571 y ss.) y por la STS de 30 de marzo de 1999 (Ar. RJ 2420). En el caso resuelto por la primera, resulta probado que el plazo de suscripción del aumento del capital efectuado por una sociedad anónima (demandada-apelante) quedó fijado en el acuerdo social en nueve meses (desde el 26 de octubre de 1992 al 26 de julio de 1993), no accediendo al Registro los documentos acreditativos de la ejecución hasta el 8 de febrero de 1994. Mientras tanto, determinados suscriptores habían solicitado a la sociedad (en las fechas de 12 y 17 de noviembre de 1993) la devolución de sus aportaciones invocando el transcurso del plazo de seis meses del artículo 162.3 LSA. El Tribunal, después de señalar que este plazo de seis meses no constituye límite para suscribir el aumento del capital social (lo que, en definitiva, supone aceptar la legitimidad de períodos de suscripción de duración superior a los seis meses), viene a declarar, sin embargo, que el *dies a quo* para el cómputo del plazo de los seis meses lo fija con claridad el artículo 162.3 LSA, haciéndolo coincidir con la fecha de apertura del plazo de suscripción. De esta manera, se afirma que, en el caso en examen, tres meses antes del cierre del plazo de suscripción de las acciones había ya vencido el plazo de seis meses del art. 162.3 LSA, generando la facultad resolutoria de los suscriptores. Lo relevante de la citada sentencia reside en el hecho de que tras realizar estas consideraciones, la misma considera que en el caso presente la circunstancia determinante del éxito de la pretensión restitutoria de los suscriptores ha sido no tanto el transcurso de aquellos seis meses a contar desde el inicio del plazo de suscripción, como la demora añadida de otros seis meses, a contar desde que finalizó dicho plazo, en la presentación de los documentos en el Registro, demora cuya causa no se indicó en ningún momento por parte de los administradores de la sociedad. En el caso recurrido en casación, el Tribunal Supremo admite igualmente que la Junta General puede fijar un plazo de suscripción mayor o menor de seis meses, pero que ello no obsta para el cumplimiento estricto de los seis meses a contar desde el día de inicio del plazo de suscripción a efectos del ejercicio de la facultad resolutoria, plazo éste de marcado carácter imperativo que no es susceptible de disponibilidad por las partes.

### **2.3. La posibilidad de añadir un plazo de suscripción sucesivo o de prorrogar el anterior plazo de suscripción**

Si cerrado el plazo de suscripción inicialmente fijado en las condiciones de la emisión quedan acciones sin suscribir, una de las cuestiones que cabe plantear es si la sociedad (mediante una nueva Junta general o por decisión de los administradores) puede acordar la apertura de otro nuevo período para la suscripción de las acciones sobrantes en el primero.

Durante la vigencia de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951, autores de relieve admitían la posibilidad de que el órgano de administración prolongara el plazo inicialmente fijado siempre que no se perjudicase el interés de la sociedad y se diese la oportuna publicidad a la prórroga a fin respetar el principio de paridad de trato y beneficiar por igual a todos los accionistas<sup>202</sup>. Sin embargo, es dudoso que esta opinión pueda seguir sosteniéndose a la vista de la Ley vigente. El automatismo que se desprende del dictado literal del artículo 161.1 de la Ley de Sociedades Anónimas parece impedir que tras haberse agotado el plazo de suscripción fijado o, en caso de ser varios, el último de los previstos puedan añadirse ulteriores plazos de suscripción<sup>203</sup>. Una prolongación de dicho plazo general de suscripción (bien a través del añadido de un nuevo plazo sobre el inicialmente fijado, bien a través de una prórroga del mismo) sólo podría considerarse admisible en el supuesto de que, en el momento de la fijación de aquel plazo, la sociedad hubiera previsto simultáneamente la posibilidad de prorrogar dicho período facultando a los administradores para decidir sobre la conveniencia de la prórroga<sup>204</sup>. En efecto, el artículo 161 parece ligar de manera

---

<sup>202</sup> Así, en referencia a la prolongación del plazo previsto para el ejercicio del derecho de suscripción preferente, SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, cit., p. 258)

<sup>203</sup> En este sentido, CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", cit., p. 767.

<sup>204</sup> No obstante, y dejando de lado lo que se dirá respecto del plazo de suscripción en las emisiones públicas de valores, el rigor de esta afirmación puede ser dulcificado defendiendo la posibilidad de que abierto todavía el plazo de suscripción, la sociedad (los administradores) pueda

clara y directa la consecuencia legalmente establecida para la suscripción incompleta del aumento a la existencia de acciones sobrantes tras haberse cerrado el plazo *que previamente se hubiera fijado* para la suscripción del aumento, ya que a partir del día siguiente a aquél en que haya finalizado ese plazo empezará a contar el plazo legal en el que administradores deben restituir a los suscriptores las aportaciones realizadas en caso de que el aumento incompleto fuera ineficaz (*vid.* art. 161.2 LSA). Del tenor literal de la norma señalada se deriva, pues, la existencia de un derecho *ex lege* de los suscriptores a la devolución de las aportaciones por ineficacia del acuerdo de aumento por falta de íntegra suscripción de la emisión tras el vencimiento del plazo que se hubiera ya fijado para la suscripción o de su prórroga<sup>205</sup>.

La imposibilidad de alargar el período de suscripción más allá de lo inicialmente establecido ha sido, al menos, la solución adoptada en relación con los aumentos de capital con emisión pública de acciones. La Orden Ministerial de 12 de julio de 1993 exige que en el folleto informativo se haga constar expresamente la posibilidad de prorrogar el período de suscripción, poniendo de manifiesto el número y duración de las posibles prórrogas y los medios por los que se harán públicos, obligando incluso a detallar "claramente" el destino de los valores no suscritos en el período preferente de suscripción y el colectivo en el cual vayan a ser colocados (Modelo de folleto del Anexo A, II.10.2). Además, esta misma Orden obliga a que, si en las condiciones de la emisión no se previó la suscripción incompleta, en el folleto se haga constar expresamente que el acuerdo de aumento quedará sin efecto por suscripción incompleta advirtiendo que los administradores restituirán a los suscriptores las aportaciones realizadas dentro del mes siguiente a aquél en el que hubiera finalizado el plazo de suscripción (Modelo de folleto del Anexo A, II.13.1).

Conforme a esta Orden, en los casos en que se realiza una oferta pública de suscripción, queda vetada, pues, la posibilidad de prorrogar el plazo inicial de suscripción o de declarar la apertura de otro nuevo plazo añadido, a no ser que esta posibilidad se hubiera previsto de antemano a la hora de determinar el modo en que se realizará el ofrecimiento de las

---

decidir prolongar su duración cuando se advierta la existencia de circunstancias que dificultan que las suscripciones se realicen en tiempo hábil. Ello debería admitirse, incluso a falta de previsión, siempre que no se beneficie a unos destinatarios de la oferta en perjuicio de otros, ni se perjudique el interés social.

<sup>205</sup> Así, si bien respecto de la sociedad limitada, *vid.* ROJO, "El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada", *cit.*, p. 855-856.

acciones y se haya informado de ella a los hipotéticos suscriptores. La prohibición de prórrogas no previstas y anunciadas se justifica desde el punto de vista de la protección de los hipotéticos suscriptores, ya que una prolongación no anunciada de la oferta más allá del plazo inicialmente fijado constituiría una modificación de uno de los elementos integrantes de las condiciones de emisión, que, como tales, habrán sido tenidas en cuenta por todos aquellos interesados en la suscripción de las nuevas acciones<sup>206</sup>. De otra manera, podrían quedar frustradas las legítimas expectativas de aquellos sujetos que confiaron en que la eficacia de su suscripción (la adquisición de la condición de socio y el ejercicio de los derechos corporativos) se produciría precisamente al final del plazo de suscripción anunciado por la sociedad, o en la rápida devolución de lo invertido (las aportaciones realizadas) si tras ese plazo el aumento fracasa por falta de íntegra suscripción<sup>207</sup>.

---

<sup>206</sup> A juicio de DE CARLOS BERTRÁN, (*Régimen jurídico de las ofertas públicas*, cit., p. 324-325) la prórroga del plazo de aceptación de la oferta constituye uno de los posibles supuestos de modificación de las condiciones de la oferta. El derecho de los suscriptores a la devolución de las aportaciones finalizado el plazo de aceptación de la oferta en los casos en que la misma se hubiera condicionado a la íntegra suscripción, es, precisamente, el argumento utilizado por este autor para defender que la prórroga del plazo de suscripción sólo es posible cuando así se hubiera previsto en el folleto —que deberá indicar un plazo determinado de prórroga—. La prórroga puede hacer que se cumpla la condición en un momento posterior, y de ello derivarse un posible perjuicio para el inversor. Es más, a juicio de este autor —y en el caso de las ofertas condicionadas a la íntegra suscripción de los valores emitidos—, junto al establecimiento en las condiciones de la emisión de la posibilidad de prorrogar el plazo de suscripción debería reconocerse simultáneamente el derecho de los inversores a solicitar la devolución de las aportaciones si la oferta no se hubiera cubierto en el plazo inicial —ésto es, antes de la apertura efectiva de la prórroga—. A nuestro juicio, sin embargo, esto último no puede imponerse al emisor como una obligación, puesto que desde el momento en que prevé y comunica la posibilidad de prorrogar el plazo inicial de suscripción, la prórroga —si llega a realizarse— no será un nuevo plazo de suscripción en sentido estricto, sino que formará parte del plazo general para la suscripción de la emisión, sólo tras el cual nace para los suscriptores el derecho a solicitar la devolución de las aportaciones.

Por otro lado, es interesante indicar aquí que en el Derecho norteamericano la Regla 10b-9 de la *Securities Exchange Act* —que resulta aplicable a las emisiones u ofertas de valores condicionadas a la suscripción del total, de un mínimo o de una parte de los valores emitidos u ofertados, o sometidas a otro tipo de condicionamiento (vid. *infra* Capítulo 3º, II, 2.1.3.)—, ha sido interpretada en el sentido de requerir un alto grado de especificación en los términos de la oferta. Un cambio en los términos materiales de la oferta da lugar, en efecto, a la revocación de la oferta originariamente realizada y exige la devolución de los fondos desembolsados por los inversores. Entre los cambios que dan lugar a este efecto está la extensión del período de vigencia de la oferta. No obstante, se permite extender la duración de la oferta más allá del período inicialmente establecido siempre que se ofrezca a los que suscribieron en dicho período inicial la posibilidad de reconfirmar su suscripción antes de una determinada fecha, dotándoles de la información necesaria en relación con las condiciones ofertadas en la prórroga a fin de que éstos puedan disponer de una completa información a la hora de adoptar una nueva decisión de inversión. A aquéllos que no efectúen una confirmación expresa se les devolverá el importe de su inversión y a los demás se les mantendrá su inversión durante el período de la prórroga. La medida parece ir dirigida a proteger las expectativas de los inversores en una rápida devolución de sus inversiones si la condición no ha sido cumplida al cierre del período de suscripción originariamente establecido (vid. ROBBINS, "All-or-none Offerings Under Rule 10b-9", en *ALI-ABA, (American Law Institute-American Bar Association) Course Materials Journal*, vol. 13, nº 4, 1989, p. 99 y ss.).

## **2.4. La competencia de los administradores para la adjudicación de las acciones sobrantes tras el cierre del plazo de suscripción**

1. En cuanto a la legitimación de los administradores para la colocación de las acciones no suscritas una vez agotados el plazo o plazos de suscripción previstos y sus eventuales prórrogas, a falta de prohibición legal expresa, nada impide que los Estatutos sociales o la Junta general en el momento de adoptar el acuerdo de aumento autoricen a los administradores para llevar a cabo esa colocación<sup>207</sup>. Más dudoso es si, en defecto de autorización expresa, los administradores tienen competencia para disponer y decidir libremente sobre la colocación de las acciones no suscritas en el plazo o plazos de suscripción o en sus eventuales prórrogas.

2. A diferencia de lo establecido por la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada (art. 74.4 *in fine*) y a lo que acontece en otros Ordenamientos jurídicos cercanos<sup>209</sup>, la Ley de Sociedades Anónimas silencia

---

<sup>207</sup> La misma imposibilidad de establecer prórrogas o nuevos plazos de suscripción no anunciados existe en materia de fundación sucesiva de la sociedad, situación con la que la operación de aumento del capital guarda un evidente paralelismo. La Ley exige también que en el programa de fundación que los promotores deben remitir a la Comisión Nacional del Mercado de Valores se mencione expresamente si éstos están o no facultados para, en caso de ser necesario, ampliar el plazo de suscripción (art. 20.1 c) LSA), debiendo realizarse la suscripción dentro del plazo fijado en el mismo o del de su prórroga, si la hubiere, sin que puedan modificarse las condiciones del programa de fundación (art. 22 LSA).

<sup>208</sup> La autorización puede determinar el círculo de posibles destinatarios o dejar la elección de estos destinatarios al criterio de los propios administradores. A su vez, dicha habilitación puede imponer a los administradores el deber de intentar la colocación de las acciones no suscritas, o, simplemente, otorgarles una mera facultad, que los administradores, atendiendo a las circunstancias, podrán decidir ejercitar o no.

<sup>209</sup> Así, entre los ordenamientos europeos, el Derecho francés reconoce un amplísimo margen de libertad a los administradores en cuanto a la elección de los pasos a seguir en caso de que el aumento del capital no haya sido íntegramente suscrito. Entre otras medidas, los administradores podrán decidir libremente repartir la totalidad o una parte de las acciones no suscritas, a menos que la Junta general hubiera establecido otra cosa (*vid.* art. L. 225-134.2º del *Code de Commerce*). Si los administradores hacen uso de esta habilitación legal (y/o de cualquiera de las otras previstas en el precepto citado), el aumento deberá considerarse incompleto a efectos de poder determinar su eficacia o ineficacia (*vid.* art. L. 225-134.1º en relación con art. 225-134.5º del *Code de Commerce*), cuando tras el intento de colocación aún queden acciones sin suscribir.



toda referencia a esta cuestión. Aunque sin perder de vista los riesgos que entraña el reconocimiento de competencias a los administradores para la colocación de las acciones sobrantes — en particular, en atención a posibles prácticas fraudulentas o trato discriminatorio entre los accionistas—, algunos han defendido la conveniencia de reconocer a los administradores libertad para adjudicar esas acciones no suscritas<sup>210</sup>. No obstante, en la actualidad, la norma sobre suscripción incompleta puede ser un obstáculo a la hora de seguir sosteniendo esta opinión, dado el automatismo que, según se ha señalado, se desprende de esa norma. En primer lugar, por el propio sentido literal de la norma, que enlaza directamente la consecuencia jurídica de la suscripción incompleta al hecho de que queden acciones sin suscribir al cierre del plazo fijado para la suscripción. Así, defender que, cerrado el período general de suscripción fijado, los administradores pueden proceder todavía, sin previa autorización, a buscar suscriptores para las acciones no suscritas, podría ser considerado como una prórroga no anunciada del período de suscripción. En segundo lugar, porque si se reconoce esta libertad de los administradores para adjudicar las acciones no suscritas en el plazo/s de suscripción sin exigir simultáneamente la fijación de un período concreto de tiempo en el que los administradores pueden colocar las acciones, no podría conocerse con exactitud el momento preciso a partir del cuál debe comenzar a computarse el plazo legal para la devolución de las aportaciones en caso de que el aumento quede ineficaz por incompleta

---

<sup>210</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, cit., p. 216; id. en *La acción*, cit., p. 230-231; VELASCO SAN PEDRO, "El derecho de suscripción preferente", cit., p. 592. No obstante, en la actualidad parte de la doctrina tradicional parece seguir exigiendo la previa habilitación de los administradores para que éstos puedan proceder a adjudicar las acciones *dentro del periodo general de suscripción* (DE LA CÁMARA, *El capital social*, cit., p. 294-295). En cualquier caso, si se trata de una emisión pública la decisión sobre la colocación de las acciones no suscritas en el plazo de suscripción previamente establecido se encuentra limitada por las reglas de definición previa y de publicidad que presiden el Derecho del Mercado de Valores. Conforme a tales reglas, el destino de los valores no suscritos en el período preferente de suscripción y el colectivo en el cual se intentará la colocación deben quedar definidos y hacerse públicos en el folleto informativo registrado ante la CNMV (vid. Modelo de folleto del Anexo A, II.10.2 de la O.M. de 12 de julio de 1993). Esto significa que, en estas circunstancias, los administradores no podrán decidir libremente sobre dicha colocación tras el fin del plazo de suscripción, sino que habrán de seguir necesariamente las previsiones establecidas en el folleto.

suscripción (*vid.* art. 161.2 LSA)<sup>211</sup>.

3. Sin embargo, la existencia de la norma sobre suscripción incompleta quizá no sea por sí sola una razón suficiente para negar la habilitación, como regla general, de los administradores para la colocación de las sobrantes una vez cerrado el plazo de suscripción previamente establecido. Como regla general, en cuanto que los Estatutos sociales o la Junta general a la hora de adoptar el acuerdo de aumento podrían eliminar esta facultad, restringirla, o someterla a determinadas condiciones<sup>212</sup>. En efecto, atendiendo a la manera en que esta

---

<sup>211</sup> Este último impedimento no tiene lugar, sin embargo, cuando la sociedad haya optado por considerar eficaz el aumento cualquiera que sea la cantidad suscrita. En este caso, no estaría reconocida a los suscriptores una pretensión de restitución de sus aportaciones, y dado que la consecuencia de la falta de íntegra suscripción es el mantenimiento de la eficacia del aumento y de las suscripciones realizadas, no se ve la razón por la cual haya de restarse legitimidad a actuaciones de los administradores que, respetando la paridad de tratamiento de los accionistas y sin pretender con ello alterar la estructura accionarial, estén destinadas a lograr esa íntegra suscripción o, al menos, un mayor cuantía de la misma en aras del interés social. Si en ello quiere verse un riesgo para aquéllos que suscribieron dentro del plazo consistente en una dilatación no anunciada del cierre de la operación, en su defensa siempre existirá el plazo de seis meses al que hace referencia el artículo 162.2 LSA, al cabo del cual los suscriptores podrán solicitar la restitución de sus aportaciones a falta de inscripción del aumento en el Registro Mercantil.

<sup>212</sup> Es preciso recordar que, conforme al Derecho español, nuestra doctrina sostiene unánimemente que, reconocido a los accionistas el derecho de suscripción preferente en las condiciones legalmente establecidas, éstos carecen de un derecho sobre las acciones no suscritas similar a un derecho de acrecer. Por ello —y dado, además, el carácter naturalmente abierto de la sociedad anónima—, salvo que un derecho semejante esté reconocido en los Estatutos o por la Junta general al acordar un concreto aumento del capital, los administradores no están obligados a reservar las acciones sobrantes para ser ofrecidas al círculo de los accionistas (tanto si ejercitaron su derecho de suscripción preferente, como si no). En consecuencia, los administradores pueden, según su criterio y teniendo siempre en cuenta la defensa del interés social, limitar la oferta de las acciones sobrantes al ámbito estrictamente societario, o bien ofrecerlas a personas que en ese momento no ostentan la condición de socio. La admisibilidad, salvo condicionamiento o prohibición expresa de los Estatutos o de la Junta general, de la competencia de los administradores para disponer libremente de las acciones sobrantes tras el período de suscripción tiene, no obstante, ciertos límites. La libertad de los administradores para colocar las acciones sobrantes no puede ser tan amplia que desconozca principios esenciales del Derecho societario y del Mercado de Valores. Así, si la decisión de los administradores en cuanto a los excedentes circunscribe la colocación —en todo o en parte— al círculo de los accionistas, dicha decisión no puede dejar de observar los principios que regulan las relaciones jurídicas internas derivadas del contrato de sociedad, entre las que juega un papel destacado el principio de paridad de trato de los accionistas. Conforme a este principio podrían considerarse, en efecto, de dudosa legitimidad aquellas decisiones de los administradores que adjudiquen de forma directa y unilateral las acciones sobrantes a favor únicamente de los accionistas de control (SÁNCHEZ ANDRÉS, *La acción*, cit., p. 230). O aquellas otras que otorguen mayores derechos para la adquisición de las sobrantes por razón de la clase de acciones, teniendo en cuenta, además, que si la Ley prohíbe que por vía estatutaria se creen acciones privilegiadas que alteren directa o indirectamente la proporcionalidad entre el valor

cuestión se resuelve respecto de la forma social de la limitada, parece fuera de toda lógica que en relación con esta forma de sociedad la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada otorgue expresamente un margen tan amplio de libertad a los administradores para la colocación de las participaciones no asumidas por los socios en el plazo o plazos previstos para ello (*vid.* art. 75.4 *in fine*) y, en cambio, la cuestión merezca una solución más restrictiva en el ámbito de la sociedad anónima. Las razones son varias:

— En primer lugar, porque no se entendería cómo en una sociedad esencialmente cerrada como es la sociedad de responsabilidad limitada la propia Ley autoriza a los administradores a buscar fuera de la sociedad personas interesadas en asumir las nuevas participaciones no asumidas por los socios, y, en cambio, el silencio que a estos efectos mantiene la Ley de Sociedades Anónimas haya de ser interpretado en el sentido de negar esta facultad a los administradores de una sociedad naturalmente abierta como es la anónima, más favorable, por esta última razón de ser, a los cambios de socios y a la entrada de terceros en la sociedad<sup>213</sup>.

---

nominal de la acción y el derecho de suscripción preferente (*vid.* art. 50.2 LSA), con mayor razón habría que considerar ilegítima la concesión de privilegios similares por obra de una simple decisión de los administradores (*vid.* en relación con esta cuestión SÁNCHEZ ANDRÉS, *La acción*, *cit.*, p. 271 y ss., poniendo de manifiesto, sin embargo, que si bien la decisión de los administradores de reservar en exclusiva las acciones sobrantes a determinados socios constituye, en la mayoría de los casos, una alteración *indirecta* de la proporcionalidad entre valor nominal y derecho de suscripción, no tendrá lugar, por el contrario, esa presunta ruptura del principio de paridad de trato cuando el mercado de derechos de suscripción funcione correctamente y la adjudicación directa en favor de algunos de los socios sea el único medio para evitar la suscripción incompleta de un aumento del capital que se considera necesario). Por otro lado, si las acciones se ofrecen a terceros, en la medida en que el ofrecimiento cumpla las condiciones para ser calificado como oferta pública de suscripción los administradores deberán tener en cuenta las disposiciones especiales que rigen esta materia, contenidas principalmente, como es sabido, en la Ley del Mercado de Valores y en el R.D. 291/1992, siendo dudoso que puedan variar sustancialmente las anteriores condiciones de emisión (*v.gr.* el precio de emisión, la exigencia del total o parcial desembolso).

<sup>213</sup> La facultad de los administradores para ofrecer las participaciones no asumidas por los socios a terceros ya estaba reconocida en la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada de 1953 (art. 18), por lo que, en este punto, la nueva Ley no ha hecho sino continuar con esta opción legislativa (sobre la interpretación de lo dispuesto en este precepto, *vid.* L. CARLÓN, *Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, en M. Motos/M. Albaladejo, *Comentarios al Código de Comercio y legislación mercantil especial*, t. XXIII, Madrid, 1984, p. 244-245). Al igual que su antecesor, el artículo 75.4 LSRL obliga a los administradores a que, si hacen uso de la *facultad* que

— En segundo lugar, porque resultaría incomprensible cómo puede reconocerse esta facultad en la sociedad limitada, dado el más reducido campo competencial que en materia de aumento del capital la Ley deja a los administradores, y, por el contrario, la misma facultad no pueda concederse a los administradores de la anónima, cuya Ley reguladora les otorga en general y, en especial, en los aumentos del capital social, un ámbito de actuación sensiblemente más amplio<sup>214</sup>.

---

la Ley les reconoce, el ofrecimiento de las participaciones no asumidas se realice a "personas extrañas" a la sociedad. Esta dicción legal impide claramente que los administradores puedan ofrecerlas a aquellos que tengan la condición de socio, aunque no a otras personas que puedan tener alguna relación con la sociedad siempre que no ostenten simultáneamente dicha condición (así, *vid.* ROJO, "El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada", *cit.*, p. 845). El contenido de la norma puede considerarse en este punto como uno de los varios ejemplos en los que se exceptúa *ministerio legis* el carácter esencialmente cerrado de esta forma social (*vid.*, SÁNCHEZ GONZÁLEZ, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital social", *cit.*, p. 285).

<sup>214</sup> Las notas que caracterizan el tipo social parecen exigir, en efecto, que en la sociedad de responsabilidad limitada las relaciones interorgánicas se sustenten sobre un mayor peso de la Junta General respecto de los administradores. A esta idea parece responder, en general, el articulado de la vigente Ley (*vid.* por ejemplo el art. 44 LSRL; entre otros, así lo consideran ROJO, "El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada", *cit.*, p. 818; F. J. ARANGUREN URRIZA, "Los órganos de la sociedad limitada", en V. M. Garrido de Palma (dir.), *La sociedad de responsabilidad limitada*, I, Madrid, 1996, p. 1017). En materia de aumento de capital es de mencionar el hecho de que la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada guarde silencio sobre la admisibilidad de delegación de competencias en el órgano de administración, lo que entre la doctrina se ha interpretado como una prohibición de que la Junta delegue en los administradores competencias decisorias que a ella se le otorgan con carácter exclusivo. Por ello, los administradores no pueden acordar un aumento del capital mediante la técnica del aumento autorizado (*cfr.* art. 153.1 b) LSA), ni tampoco integrar el acuerdo de la Junta en todo lo no previsto en el mismo (*cfr.* art. 153.1 a) LSA), siendo necesario, incluso, que la Junta determine lo que en la sociedad anónima es competencia propia de los administradores: la fijación del plazo para el ejercicio del derecho de preferencia (así, ROJO, "El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada", *cit.*, p. 818-819; admitiendo, sin embargo, la validez de la delegación en los administradores para fijar los aspectos de la operación en todo lo no previsto por el acuerdo de la Junta, ALONSO LEDESMA, "Aumento del capital. Derecho de asunción preferente de nuevas participaciones", en F. Rodríguez Artigas y otros, (Coords.), *Derecho de sociedades de responsabilidad limitada*, t. II, Madrid, 1996, p. 797-799; también, SÁNCHEZ GONZÁLEZ, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital social", *cit.*, p. 266-267). Por esta razón sorprende una vez más la habilitación legal de los administradores de la sociedad limitada para adjudicar las participaciones sobrantes, en cuanto que ello implica reconocerles indirectamente un margen de decisión —más o menos amplio según las circunstancias— en relación con la cuantía en que el capital social quedará finalmente aumentado. En efecto, cumplido el plazo para la "segunda vuelta" y existiendo participaciones sobrantes, los administradores pueden decidir optar por aplicar el régimen del aumento incompleto —con lo que llevarán a los Estatutos la cifra efectivamente desembolsada hasta ese momento— o por intentar la colocación de las sobrantes, en cuyo caso la cifra final de aumento previsiblemente será mayor en función del resultado de la colocación.

— En tercer lugar, porque si la Ley de limitadas otorga a los administradores esta facultad a fin de lograr la cobertura total de la ampliación de capital, incluso cuando la propia Ley establece como regla general la *eficacia del aumento incompleto* por la parte desembolsada (art. 77 LSRL), con mayor razón debe concederse la misma facultad en el ámbito de la sociedad anónima, debido a la más grave consecuencia —la ineficacia global de la operación— que la Ley atribuye al hecho de que el aumento no se suscriba por completo (art. 161.1 LSA).

Por todas estas razones, quizá lo más que pueda hacerse sea dudar de la oportunidad del reconocimiento legal a los administradores de la sociedad de responsabilidad limitada de la facultad de colocar libremente las participaciones sobrantes, pero, existiendo tal reconocimiento, los caracteres típicos de la sociedad anónima no justifican respecto de ésta una solución distinta y más restrictiva. El inconveniente mayor a la hora de acoger esta solución respecto de la sociedad anónima se sitúa en la dificultad de determinar entonces el *dies a quo* para el cómputo del mes dentro del cuál los administradores deben restituir las aportaciones en caso de que finalmente el aumento resulte incompleto (*vid.* art. 161.2 LSA). Teniendo en cuenta este obstáculo, una posible solución que concilie el tenor literal de este precepto con el interés que para la sociedad representa el logro de la íntegra suscripción del aumento (a través, en este caso, de la colocación de las acciones sobrantes que existan al cierre del plazo de suscripción fijado) puede encontrarse en el entendimiento de que, admitida la competencia de los administradores para disponer de las acciones sobrantes incluso a falta de expresa delegación, la decisión de los administradores de proceder a su colocación debe adoptarse y ponerse en práctica *inmediatamente* tras el cierre del plazo de suscripción. Así, a fin de no dilatar el plazo legalmente establecido para la devolución de las aportaciones a los suscriptores por falta de íntegra suscripción del aumento, el intento de colocación de los administradores deberá realizarse antes de que finalice el plazo del que la sociedad dispone para la devolución de las aportaciones, ya que el cumplimiento de este plazo

determina el nacimiento inmediato del derecho de los suscriptores a exigir — incluso judicialmente— dicha restitución.

### **2.5. La posibilidad de aceptar solicitudes de suscripción realizadas fuera del plazo de suscripción fijado**

1. Queda, en fin, por determinar si vencido el plazo general de suscripción del aumento (ya coincida éste con el plazo para el ejercicio del derecho de suscripción preferente o sea más amplio debido a la sucesión de otros subperíodos de suscripción), la sociedad puede aceptar todavía solicitudes de suscripción. Aunque con evidentes conexiones, esta cuestión es distinta de las abordadas inmediatamente antes: no se trata aquí de determinar si la sociedad puede otorgar un nuevo plazo de suscripción complementario y sucesivo al inicialmente previsto; o de esclarecer si los administradores se encuentran legitimados para la búsqueda de suscriptores para las acciones no suscritas en ese plazo de suscripción. La cuestión que ahora se plantea está relacionada con la simple circunstancia de que, una vez cerrado el plazo de suscripción y sin que la sociedad haya decidido efectuar alguna actuación tendente a conseguir la suscripción de las acciones sobrantes, se presentan ante la misma solicitudes de suscripción por parte de personas interesadas aún en la suscripción y que por diferentes motivos —negligencia, desconocimiento de la duración del plazo de suscripción o cualquier clase de impedimento— no la realizaron en su momento.

2. Conforme a la Ley de Sociedades Anónimas de 1951, y en relación con el derecho de suscripción preferente, la doctrina había considerado ya la falta de ejercicio del derecho dentro del plazo de suscripción como un supuesto de caducidad del mismo, que impediría al socio pretender válidamente el ejercicio extemporáneo del tal derecho de suscripción. En consecuencia, la sociedad tendría la simple facultad, pero nunca la obligación, de aceptar dichas solicitudes realizadas fuera de plazo, y la libertad para adjudicar o no a los solicitantes las acciones que no se suscribieron dentro del período otorgado para la

suscripción<sup>215</sup>.

Desde una perspectiva puramente contractual nada impide, en efecto, que tras el cierre del plazo de suscripción todavía puedan suscribirse las acciones sobrantes. Ciertamente es que la fijación del plazo de suscripción constituye el plazo de vigencia de la oferta. Este plazo se considera como plazo de caducidad y no de prescripción, de modo que no admite interrupción y “despliega su eficacia ablatoria de modo automático y sin necesidad de alegación”<sup>216</sup>. En consecuencia, la aceptación manifestada fuera de este plazo de vigencia de la oferta se considera una aceptación intempestiva que no sirve por sí sola para concluir el contrato, a diferencia de lo que ocurriría si la misma se hubiese producido dentro del plazo<sup>217</sup>. Ahora bien, ello no significa sin más que dicha aceptación intempestiva no sirva en absoluto para concluir el negocio propuesto si el oferente admite expresamente la aceptación como tardía<sup>218</sup>.

---

<sup>215</sup> Sobre la caducidad del derecho de suscripción preferente, por todos, SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, cit., p. 216 y ss. y p. 253-254, y más recientemente en *La acción*, cit., p. 205, donde a la caducidad del derecho por parte de la falta de ejercicio en tiempo hábil, el autor añade otro supuesto de caducidad que se produce por la falta de desembolso exigido por parte de quien pretende el ejercicio del derecho en el supuesto de que se hubiera unificado por la sociedad el momento de la suscripción y el pago; vid. también, VELASCO SAN PEDRO, “El derecho de suscripción preferente”, cit., p. 289.

<sup>216</sup> GARCÍA-PITA, “Artículo 23. Apertura y cierre de la suscripción”, cit., p. 581.

<sup>217</sup> En el ámbito contractual civil, se considera, en efecto, como una de las posibles causas de la caducidad de la oferta el transcurso del término establecido por el oferente al emitir la propuesta (vid. DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, cit., p. 284 y 291).

<sup>218</sup> Vid., en este sentido, DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, cit., p. 291, quien considera susceptible de traslación al ámbito contractual general la solución prevista en el artículo 21 del Convenio de Viena, sobre contratos de compraventa internacional de mercaderías. A juicio de este autor, “la consideración de la aceptación como tardía es un derecho o facultad del oferente al que éste puede renunciar”. No obstante —y al margen de la influencia que, según veremos enseguida, proyecta hoy la norma sobre suscripción incompleta en relación con esta cuestión— aunque no parece haber obstáculos para trasladar esta tesis a las declaraciones de suscripción de acciones fuera del plazo de suscripción, en aquellos aumentos de capital con emisión pública, algún autor ha puesto de manifiesto que transcurrido el plazo máximo que consta en el folleto para la suscripción de los valores que pertenecen a la emisión, aunque ésta no haya quedado cubierta por completo, la caducidad de la oferta contractual presente en el folleto impide que puedan concluirse ulteriores negocios de suscripción sobre las acciones sobrantes. Más precisamente, si el emisor desea que se suscriban algunos de los valores emitidos y no suscritos dentro del plazo que consta en el folleto, deberá formular una nueva oferta amparada en la redacción y publicación de un nuevo

3. Estos argumentos en favor de la posibilidad de que la sociedad acepte solicitudes de suscripción fuera de plazo cuando hayan quedado acciones sin suscribir, se debilitan, no obstante, por razón de la influencia de la norma sobre suscripción incompleta del aumento. El motivo es, de nuevo, el ya señalado. El artículo 161 LSA manifiesta un elevado grado de automatismo en el momento de ligar la consecuencia jurídica prevista en la norma al acaecimiento del supuesto de hecho, ya que, sea eficacia del aumento en la cifra suscrita en caso de haber sido así decidido, o sea la ineficacia total del mismo con la consiguiente obligación de restituir las aportaciones realizadas, se producirán, precisamente, en el momento en que finalice el plazo de suscripción fijado y el aumento no haya sido cubierto por completo, sin que la sociedad pueda ya admitir ulteriores solicitudes de suscripción<sup>219</sup>. A pesar de ello, y abogando por una tesis flexible que permita favorecer el allegamiento por parte de la sociedad de recursos propios y el máximo nivel de cobertura del aumento del capital inicialmente proyectado, quizá sea conveniente distinguir en función de cuáles sean en cada caso las consecuencias de la suscripción incompleta del aumento. Así, si la consecuencia consiste en la eficacia del aumento incompleto, cerrado el plazo de suscripción y hasta el momento en que se haya otorgado la escritura pública del aumento con vista a su inscripción en el Registro Mercantil, los administradores podrán admitir, si lo consideran conveniente, las solicitudes de suscripción que, en su caso, puedan efectuarse. Si, por el contrario, la consecuencia de la suscripción incompleta del aumento consiste en la ineficacia total de la operación, la aceptación de suscripciones tardías por parte de la sociedad, aunque legítima, no podrá hacerse más allá del fin del plazo establecido por la Ley para devolver

---

folleto, puesto que dichos valores a suscribir ya no quedarían ya amparados por el originario folleto en el que se ofrecieron por primera vez (GARCÍA-PITA, "Artículo 23. Apertura y cierre de la suscripción", *cit.*, p. 581-582).

<sup>219</sup> Así, con arreglo a la Ley vigente, al parecer, SÁNCHEZ ANDRÉS, *La acción*, *cit.*, p. 205. No obstante, en otros sistemas jurídicos no condicionados en este punto por una norma sobre la suscripción incompleta del aumento, entre la doctrina se sigue defendiendo la libertad de la sociedad para aceptar las solicitudes de suscripción efectuadas fuera del plazo fijado (*vid.*, respecto de la sociedad de responsabilidad limitada, SCHOLZ/PRIESTER, *GmbHG-Komm.*, 8ª ed., § 55, marginal 49).



las aportaciones a los suscriptores. De este modo, una vez finalizado el plazo general de suscripción anunciado (junto con sus posibles prórrogas) y quedando acciones sin suscribir, los administradores podrán aceptar las solicitudes de suscripción tardías que se realicen. Pero si cercano el fin del mes siguiente a aquél en que hubiera finalizado el referido plazo de suscripción (*cfr.* art. 161.2 LSA) las suscripciones efectuadas no han absorbido por completo la cifra del aumento del capital, los administradores deberán proceder —ya, sin más dilación— a la restitución de las aportaciones a los suscriptores.

### **III. EL SUPUESTO DE HECHO DE LA SUSCRIPCIÓN INCOMPLETA DEL AUMENTO DEL CAPITAL EN LA PRÁCTICA SOCIETARIA**

Realizada la delimitación del supuesto de hecho de la suscripción incompleta del aumento del capital social conforme a la estricta configuración típica que del mismo ofrece el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas, es preciso determinar en qué medida dicho supuesto de hecho normativo puede llegar a convertirse en un problema real en la práctica societaria. En verdad, y desde un punto de vista exclusivamente teórico, siempre que una sociedad aumenta su capital emitiendo acciones con cargo a nuevos desembolsos, se expone al riesgo de que esa emisión no resulte totalmente cubierta, dado el carácter totalmente voluntario del acto de suscripción, tanto para socios como para terceros. Lo que se pretende aquí es examinar cuáles son las circunstancias que, en la práctica, rodean las operaciones de aumento del capital y que pueden impedir o reducir, en mayor o menor medida, la posibilidad de que ese riesgo teórico de que la ampliación no sea suscrita por completo acontezca en la realidad.

En este propósito resulta ineludible la distinción entre las operaciones de aumento del capital realizadas por las sociedades abiertas y las efectuadas por las sociedades cerradas. Los diferentes caracteres que coinciden en cada uno de estos tipos de organización social influyen decisivamente a la hora de poner en práctica una operación de aumento del capital y de afrontar el riesgo de una suscripción incompleta. Así, aspectos tales como la necesidad de contar con auxilio de terceros para colocar la emisión cuando el grupo de destinatarios es muy numeroso o está poco definido, los costes económicos que se derivarían en caso de que la emisión no resultara cubierta en su totalidad o en un alto margen, o la valoración del riesgo para la imagen pública que esta última circunstancia puede acarrear, no se verifican de igual manera en las grandes sociedades abiertas que en las sociedades cerradas, por lo que la necesidad de facilitar y/o asegurar el éxito de la ampliación es también muy diferente. Conviene advertir, no obstante, que la diversidad de subtipos posibles dentro del tipo general de sociedad abierta y de sociedad cerrada hace difícil establecer de manera exacta

cuáles son las pautas de comportamiento de las sociedades a la hora de poner en marcha una operación de aumento del capital, que, además, se encuentran muy directamente condicionadas por las distintas circunstancias que rodean a la ampliación<sup>220</sup>.

### 1. La suscripción incompleta del aumento en sociedades abiertas

En las sociedades abiertas los costes ligados a la puesta en marcha de una operación de ampliación del capital social y el peligro que para el crédito o fama pública de la sociedad puede provocar una incompleta cobertura de la emisión, hacen que, por lo general, una sociedad de estas características no se arriesgue

---

<sup>220</sup> Como es sabido, el criterio principal, por lo común, para distinguir las sociedades abiertas y las cerradas se basa en la mayor o menor facilidad para entrar o salir de la sociedad. Esta facilidad para adquirir o perder la condición de socio puede valorarse desde un punto de vista estrictamente jurídico —existencia de limitaciones estatutarias para la transmisión de acciones/participaciones—, como económico —los mayores o menores costes de transacción que genere el intento de transmisión— (B. ARRUÑADA, *Teoría contractual de la empresa*, Madrid-Barcelona, 1998, p. 400). A partir de aquí, existen una serie de características que suelen coincidir en cada uno de estos tipos. Mientras que las sociedades abiertas se caracterizan, entre otras cosas, por tener un elevado número de socios dispersos entre sí, una cifra de capital social también elevada y una acusada escisión entre propiedad y control, en las cerradas el número de socios suele ser reducido, el grado de personalismo en las relaciones entre socios es grande, y el control de la gestión suele correr por cuenta de los propios socios o, al menos, la participación de éstos en la gestión y en el control de las decisiones es mayor que en las abiertas (*vid.*, GUADARRAMA LÓPEZ, *Las sociedades anónimas*, *cit.*, p. 57 y ss.; últimamente, F. SÁNCHEZ CALERO, *La sociedad cotizada en bolsa en la evolución del Derecho de Sociedades* (Discurso leído en el acto de recepción como académico de número de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 2001, p. 31 y ss. y p. 73 y ss.; SÁNCHEZ RUIZ, *Conflictos de intereses entre socios*, *cit.*, p. 45 y ss.). No obstante los rasgos generales, la variabilidad de los caracteres que pueden darse dentro de un mismo tipo dificulta a veces su definición. Así, se ha destacado que frente a la mayor facilidad para definir el tipo de sociedad abierta, sobre todo si ésta es cotizada, la sociedad cerrada se presenta como un tipo menos definido que engloba realidades muy heterogéneas y, a veces, con escasas propiedades comunes (ARRUÑADA, *Teoría contractual de la empresa*, *cit.*, p. 400). En este último sentido, se insiste en que no debe confundirse la sociedad cerrada (al menos las sociedades cerradas bajo la forma de sociedad anónima) con una sociedad de pequeño número de socios (aunque eso es lo que ocurre en la gran mayoría de los casos) y menos aún con una sociedad de escaso potencial económico. Lo que sí puede hacerse es clasificar a las sociedades anónimas cerradas entre pequeñas sociedades cerradas (de medianos recursos económicos) y grandes sociedades cerradas (de vastas dimensiones económicas), que, por lo general, forman parte de un grupo de sociedades. En cualquier caso, ambos subtipos de sociedades cerradas coinciden en que no pueden recurrir al ahorro público para obtener financiación (financiación pública), sino que necesitan recurrir a la financiación privada o autofinanciarse, ya sea por los propios socios o personas cercanas a éstos, ya sea a través del grupo de empresas al que pertenecen (*vid.*, todas estas consideraciones en GUADARRAMA LÓPEZ, *Las sociedades anónimas*, *cit.*, p. 58-61).

a iniciar el procedimiento de aumento del capital sin acudir a técnicas que faciliten o aseguren el éxito de la emisión y la colocación de las nuevas acciones. No obstante, la manera de enfrentarse ante el riesgo posible de una suscripción incompleta depende, fundamentalmente, de si la sociedad es cotizada o no cotizada, y de si la colocación de la emisión es una colocación privada o una colocación pública.

En efecto, uno de los criterios de clasificación de las emisiones de acciones está en función del carácter privado o público del ofrecimiento que realiza el emisor. Aunque las sociedades abiertas son sociedades potencialmente necesitadas de elevadas sumas de capital que extraen, en gran medida, del recurso al ahorro público, no siempre que una sociedad de estas características efectúa una ampliación del capital con emisión de nuevas acciones con cargo a nuevos desembolsos lo hace con la intención de obtener financiación mediante la colocación de la emisión entre el conjunto indiscriminado de inversores. A veces, dependiendo de la finalidad que motiva la operación, la ampliación del capital está diseñada para ser colocada entre un grupo restringido de personas previamente identificado y delimitado. Con carácter muy general puede decirse que se está ante una colocación privada cuando la oferta de los nuevos valores emitidos (o de los valores en venta) se dirige, bien singularmente a un número reducido de inversores, o bien a determinados inversores cualificados que disponen *per se* de información suficiente sobre el emisor y capacidad propia para valorar racionalmente la oportunidad de inversión que se les ofrece<sup>221</sup>. Por el contrario, se está ante una colocación pública cuando el destinatario de los valores es el público inversor genéricamente considerado, o cuando respecto de una colectividad de inversores el emisor realiza actividades de promoción o publicidad de la emisión, ya directamente, ya por medio de intermediarios<sup>222</sup>. El

---

<sup>221</sup> A. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO/I. GÓMEZ-JORDANA MOYA, *La colocación privada de valores*, Madrid, 1999, p. 36.

<sup>222</sup> El soporte legal de la distinción entre una *colocación pública* y una *colocación privada* se encuentra el artículo 3.1 R.D. 291/1992, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores. El

carácter público o privado con que está previsto efectuar la colocación de la nueva emisión hace distinta la manera de llevar a cabo la operación de aumento y diferentes también los riesgos de que la emisión no sea suscrita en su totalidad.

### 1.1. Emisiones con colocación pública

Cuando la sociedad emisora pretende llevar a cabo una oferta pública, el ofrecimiento va ligado a la utilización de técnicas para difundir con la mayor amplitud y rapidez los nuevos valores y facilitar su colocación. De hecho, en el supuesto típico de colocación pública (la oferta destinada al público inversor en su conjunto), resulta difícil concebir la práctica de una ampliación de capital sin el auxilio de terceras entidades que, de forma profesional, se dedican a asesorar, dirigir, colocar e, incluso, asegurar la emisión<sup>223</sup>. La intensidad con que estas

---

carácter "público" de una oferta de suscripción se obtiene, según este precepto, sobre la base de la concurrencia de alguna de las circunstancias establecidas en el mismo. La importancia de la distinción entre una colocación privada y una colocación pública reside, principalmente, en la posibilidad de excluir a las primeras de los rigurosos mecanismos de control que, con ánimo protector de los inversores, establece el Derecho del mercado de valores (*vid.* GRIMALDOS GARCÍA, *La responsabilidad civil derivada del folleto*, *cit.*, p. 35-43). No obstante, en la práctica, la distinción no siempre es fácil. En realidad, los autores que se han ocupado del tema han destacado que la línea divisoria entre una y otra clase de colocación es el resultado de la ponderación de un conjunto de circunstancias que, valoradas en cada caso concreto, pueden sugerir que la colocación se efectúa en un ámbito privado o en un ámbito público. Sobre esta base, FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO/GÓMEZ-JORDANA MOYA (*La colocación privada de valores*, *cit.*, p. 28 y ss.) han indicado que estas circunstancias pueden ser cuantitativas o cualitativas. Entre las primeras se sitúan el número de potenciales inversores, el volumen o cuantía de la emisión y el número y valor nominal de cada uno de los valores ofertados. Cuanto mayor sea el número de personas a quienes se dirige la oferta, mayor el importe total de la emisión, mayor el número de valores ofertados y menor el valor nominal de cada uno de ellos, más posibilidades habrá de que la colocación sea una colocación pública. Entre el segundo grupo de elementos indicativos están el carácter cualificado de los inversores a quienes se dirige la oferta (así, si la oferta se dirige a inversores institucionales, profesionales o "sofisticados" se tratará, normalmente, de una colocación privada, lógicamente siempre que éstos actúen con finalidad inversora y no con la intención de proceder a una "recolocación" de los valores adquiridos), la capacidad de éstos para disponer de información sobre el emisor (si los destinatarios gozan de una información mayor que la del mercado, por ejemplo, por su especial relación con el emisor será indicio de una colocación privada) y la forma o procedimiento de colocación (la colocación a través de contacto directo con el potencial inversor indicará que la misma tiene carácter privado, mientras que si la colocación se efectúa mediante medios publicitarios o de promoción pública o con intervención de intermediarios profesionales se tratará, normalmente, de una colocación pública).

<sup>223</sup> *Vid.* en referencia a la necesidad de contar con el auxilio de entidades profesionales especializadas cuando el emisor realiza una apelación al ahorro público, A. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, *La responsabilidad civil de las entidades colocadoras de valores por el*

entidades prestan sus servicios al emisor a fin de asegurar el éxito de la operación es sensiblemente superior en las sociedades cotizadas, puesto que la cotización bursátil constituye un importante indicador de calidad que recogerá rápidamente las consecuencias desfavorables de una pobre acogida de los títulos. En las sociedades no cotizadas la medida del recurso a estas entidades y el tipo de servicio solicitado dependerá del tamaño de la sociedad emisora, del volumen de la ampliación, de la valoración que se haga de la necesidad de obtener el total del importe de la emisión y de la incidencia que sobre su imagen pública pueda tener una eventual suscripción incompleta. En ocasiones estos factores pueden reducir al mínimo el auxilio prestado por esas entidades y que el emisor intente protegerse del riesgo de la suscripción incompleta de la emisión simplemente evitando que esta circunstancia pueda invalidar el aumento del capital en su totalidad mediante la inversión de la regla legal (art. 161.1 LSA).

Sobre esta base, es preciso señalar que las ampliaciones de capital con emisión pública de acciones se sustentan sobre estudios previos realizados por analistas financieros que, por un lado, asesoran a la sociedad sobre el momento coyuntural más oportuno para efectuar la emisión y colocación de las nuevas acciones y, por otro, diseñan la operación en función no sólo de las necesidades de financiación de la sociedad sino también de las disponibilidades de los accionistas y, en mayor medida, de la susceptibilidad del mercado a la realización de nuevas inversiones<sup>224</sup>. Las grandes sociedades que acuden a los mercados

---

*contenido del folleto informativo, en Cuadernos de la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, nº 2 (número monográfico), 1995, p. 21; GRIMALDOS GARCÍA, Responsabilidad civil derivada del folleto, cit., p. 263-265.*

<sup>224</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción preferente*, p. 228, nota 12. Las sociedades abiertas proceden normalmente a efectuar ampliaciones de capital sobre la base de sondeos previos realizados entre inversores institucionales, que decidirán acudir a la ampliación después de estudiar los informes sobre la situación económica de la sociedad y sobre la rentabilidad del proyecto de inversión a que la ampliación responde. La sociedad adoptará entonces la decisión, tanto de llevar a cabo la ampliación, como la misma cuantía de ésta en atención a lo que estén dispuestos a suscribir los inversores institucionales y otros posibles grandes inversores a quienes los administradores hayan podido interesar en la operación. En E.E.U.U. la creciente institucionalización de la mayor parte de las emisiones que ha venido produciéndose en las dos últimas décadas (hasta el punto de que este fenómeno es considerado como el cambio más importante experimentado por la colocación y distribución de valores en los

públicos de valores en busca de financiación son conscientes de que el éxito de la operación depende en gran parte de la elección de una o más entidades directoras que se encarguen de preparar, dirigir y organizar la emisión y su colocación entre el público<sup>225</sup>. El contrato de dirección de emisiones y de ofertas públicas de venta de valores (art. 31 del R.D. 291/1992) tiene por objeto el asesoramiento sobre la conveniencia y las posibilidades de éxito de la operación, diseñando las condiciones financieras, temporales y comerciales de la emisión<sup>226</sup>.

En general, la experiencia indica que las ampliaciones de capital (las

---

últimos años, *vid.* L. LOSS/J. SELIGMAN, *Fundamentals of Securities Regulation*, 3ª ed., Boston-New York-Toronto-London, 1995, p. 62), ha provocado que incluso el precio de la oferta sea fijado por los grandes bancos de inversión que actúan como colocadores de la emisión (*underwriters*) de acuerdo previamente con los inversores institucionales (*vid.* al respecto, F. CORNELLI/D. GOLDREICH, "Bookbuilding and Strategic Allocation", *J. Fin.*, vol. 56, nº 6, 2001, p. 2337 y ss.). De este modo, la conocida frase "the market will price the stock" en realidad significa que los inversores institucionales reaccionarán al precio que ha sido ofrecido por el *underwriter* y, o bien crearán fuerte demanda a ese precio, o bien insistirán en un precio más bajo para crear demanda, o no participarán en absoluto (D. B. REA/W.J. GRANT, Jr., "The Syndication and Marketing Process", en K.J. Bialkin/W.J. Grant, Jr. (ed.), *Securities Underwriting*, Nueva York, 1985, p. 288). En España, el peso de los inversores institucionales en el resultado final de la colocación de las emisiones de renta variable no es tan grande como en los mercados norteamericanos. Sólo en la colocación del tramo destinado a no residentes se aprecia una presencia significativa de las instituciones financieras como suscriptoras de emisiones y ofertas públicas de venta. En el tramo de residentes, los últimos Informes anuales de la Comisión Nacional del Mercado de valores muestran un pequeño, pero paulatino descenso de la participación de las entidades de crédito, sector financiero y Compañías de Seguros como suscriptores de renta variable en el mercado de emisiones y OPVs, y, en compensación, una creciente presencia de las empresas y compañías no financieras y del sector familias (*vid.* Informes Anuales de la CNMV de 2000 y de 1999).

<sup>225</sup> *Vid.*, las funciones principales de las entidades directoras en DE CARLOS BERTRÁN, *Régimen jurídico de las ofertas públicas*, cit., p. 336; A. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, "Artículo 31. Deberes de la entidad directora", en F. Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, p. 887 y ss.; *id.* *La responsabilidad civil de las entidades colocadoras*, cit., p. 73-76; GRIMALDOS GARCÍA, *Responsabilidad civil derivada del folleto*, p. 268-275; también, J.E. CACHÓN BLANCO, *Los contratos de dirección, colocación, aseguramiento y asesoramiento de emisiones y ofertas públicas de venta de valores*, Madrid, 1996, p. 19 y ss.; y últimamente, F.J. VALENZUELA GARACH, *Las entidades de crédito comisionistas en el Mercado de Valores*, Jaén, 2000, p. 104 y ss.

<sup>226</sup> Conviene indicar que el texto del artículo 31 del R.D. 291/1992 ha sido modificado por el R.D. 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores, dando lugar a una más clara distinción entre entidad directora y entidad coordinadora de la emisión u oferta y a una más clara asignación de funciones. En particular, según este precepto la entidad directora es aquella que ha recibido por parte del emisor u oferente el mandato para preparar la colocación de los valores y organizar todas las operaciones necesarias de la forma más adecuada para el cumplimiento de los objetivos marcados por el emisor u oferente.

emisiones de acciones) funcionan mejor en mercados al alza que a la baja. También que el mercado reacciona de manera más favorable ante ampliaciones de cuantía moderada que ante macroampliaciones de capital<sup>227</sup>, y que las posibilidades de colocación de las acciones son mayores si la prima con la que, en su caso, se emitan los títulos no es demasiado elevada<sup>228</sup>. Una prima desproporcionada puede, en efecto, poner en peligro la viabilidad del aumento, dado que la operación dejará de ser interesante para los inversores —socios o terceros— si en el mercado pueden adquirir acciones viejas a mejor precio<sup>229</sup>. Aunque el cálculo de la prima es, en general, libre (*cfr.*, no obstante, art. 159.1 c) LSA), si lo que se pretende es estimular la suscripción de las acciones no será aconsejable hacer coincidir el precio de emisión con el valor real ni con el valor potencial que pueda llegar a alcanzar la acción<sup>230</sup>. Igualmente, y ante la prohibición de emitir acciones bajo la par (art. 47.2 LSA) sería imprudente —cuando no negligente— ampliar el capital con emisión de nuevas acciones cuando el valor real o el valor de cotización de las antiguas se sitúa por debajo de su valor nominal, dado que ni los socios ni los terceros estarán dispuestos a suscribir si pueden adquirir en el mercado acciones antiguas de igual valor nominal a más bajo precio<sup>231</sup>. Aunque matizada, es en la actualidad todavía vigente la conocida afirmación realizada desde una perspectiva fáctica de que el aumento del capital es una operación reservada exclusivamente a las sociedades

---

<sup>227</sup> Vid., SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, cit., p. 228, nota 12. Desde la perspectiva de la experiencia norteamericana, W. S. KRASKER, "Stock Price Movements in Response to Stock Issues under Asymmetric Information", *J. Fin.*, vol. 41, nº 1, p. 93 y ss., donde el autor constata que en un contexto marcado por el desequilibrio en el nivel de información existente en el mercado entre los emisores y los inversores, estos últimos interpretan las grandes emisiones públicas de manera más desfavorable que las emisiones de cuantía más reducida, de modo que el riesgo de *underinvestment* y de caída en el precio de las acciones tras el anuncio de la oferta es inversamente proporcional al tamaño de la emisión. La razón de esta afirmación se sitúa, según el autor, en la idea de que una emisión con oferta pública de elevada cuantía lanza al mercado una señal negativa sobre las expectativas del emisor en relación con el valor de su empresa, puesto que, en definitiva, mediante esa emisión al público se hace partícipes a terceras personas de ese proyecto empresarial, cosa que no ocurriría, o, al menos, no en esa medida si las perspectivas que tienen los *insiders* respecto del valor de la empresa fueran favorables, en cuyo caso estarían más reacios a compartir con terceros los beneficios de la misma.

<sup>228</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, cit., p. 228, nota 12.

<sup>229</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, *La acción*, cit., p. 82.

<sup>230</sup> En este sentido y con ulteriores consideraciones sobre el cálculo de la prima de emisión, SÁNCHEZ ANDRÉS, *La acción*, cit., p. 91; F.J. RAMOS GASCÓN, *Régimen jurídico de los valores*, Madrid, 1997, p. 202 y p. 371; desde una perspectiva financiera, LARRIBA DÍAZ-ZORITA, *Acciones y derechos de suscripción*, cit. p. 259 y ss., p. 293 y p. 429 y ss.

<sup>231</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, *La acción*, cit., p. 69.



prósperas<sup>232</sup>. La sociedad en situación de desbalance que desee aumentar el capital debería entonces valorar la conveniencia de llevar a cabo una "operación acordeón" antes de efectuar la emisión de las nuevas acciones.

Aún no perdiendo de vista el siempre probable riesgo de giros imprevistos en el comportamiento del mercado de valores y de reacciones adversas, tampoco siempre absolutamente predecibles, de los inversores<sup>233</sup>, si la operación de aumento está bien diseñada y las nuevas acciones ofrecidas resultan atractivas, en las grandes de sociedades abiertas no será frecuente encontrar supuestos de cobertura incompleta de la emisión. Además, en aquellos aumentos del capital en los que no se haya excluido el derecho de suscripción preferente, el accionista que no quiera o no pueda suscribir todas las acciones a las que tiene derecho podrá proceder sin trabas a la venta de los derechos de suscripción. Esta venta, si la sociedad emisora es cotizada, estará facilitada extraordinariamente por la existencia de un mercado institucionalizado específico de derechos de suscripción<sup>234</sup>. Así, en estas últimas sociedades, salvo casos de negligencia del titular del derecho de suscripción (que deja pasar el plazo para su ejercicio), o de la entidad depositaria encargada de administrar las acciones (que no comunica a su cliente la apertura del plazo para suscribir una la emisión o que no atiende puntualmente las órdenes de suscripción recibidas de aquél), será difícil en la

---

<sup>232</sup> Vid., SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción preferente*, cit., p. 80; LARRIBA DÍAZ-ZORITA, *Acciones y derechos de suscripción*, cit., p. 313 y ss.

<sup>233</sup> Así, entre otros posibles factores, es notorio que tendrá efectos perniciosos en el ánimo de los inversores la difusión de una noticia negativa sobre la situación económica de la sociedad emisora o de otras sociedades del grupo, o el desencadenamiento de ciertas situaciones de crisis en la economía nacional o internacional capaces de afectar más o menos directamente a los intereses de la sociedad emisora.

<sup>234</sup> De hecho, en las ampliaciones de capital de sociedades cotizadas es bastante frecuente en la práctica que sus accionistas recurran a la denominada "operación blanca", consistente, como es sabido, en vender un número de derechos de suscripción en cantidad suficiente para poder ejercitar con el producto de la venta el resto de derechos de suscripción de los que son titulares. De esta manera, los accionistas se permiten concurrir a la ampliación del capital —si bien en menor proporción a la que en origen tienen derecho— sin que ello les suponga un aumento de su inversión (vid., sobre el tema, por ejemplo, RAMOS GASCÓN, *Régimen jurídico de los valores*, cit., p. 370).

práctica encontrar supuestos de caducidad <sup>235</sup>.

De otro lado, cuando la emisión va acompañada de una oferta pública de suscripción, las sociedades cotizadas, y también las sociedades abiertas no cotizadas que tengan una cierta envergadura económica, acuden a los servicios de bancos, entidades o grupos financieros que, además de diseñar y asesorar a la sociedad emisora sobre los diferentes aspectos de la emisión y sobre el momento idóneo para que ésta tenga lugar, aseguran la cobertura de la ampliación del capital, o, cuando menos, se encargan de colocar las acciones por cuenta de la sociedad emisora<sup>236</sup>. La labor de estos intermediarios, aseguren o no la emisión, va dirigida a tratar de conseguir en beneficio de su cliente —el emisor— el mayor índice de colocación de los nuevos valores y la obtención del máximo beneficio. En atención a estos fines aconsejan al emisor sobre diferentes cuestiones, como el volumen de la emisión, el momento en que debe lanzarse la oferta o la determinación del precio de emisión (hay que tener en cuenta que las entidades colocadoras son normalmente también entidades directoras)<sup>237</sup>.

---

<sup>235</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, *La acción*, cit., p. 206.

<sup>236</sup> La realización de una emisión pública lleva consigo ciertos riesgos que, en principio, debe soportar el emisor. Además del riesgo de la falta de cobertura de la emisión (o de comercialización de la emisión —*marketing risk*—), asociado a la posibilidad de disponer o no de una buena red de distribución y de contar con una atractiva técnica de colocación, el emisor siempre corre otros riesgos, como son el de espera (*waiting risk*), referido al riesgo de deterioro del mercado en el período que media entre el comienzo de la preparación de la operación y el lanzamiento de la oferta a los inversores, y el riesgo —quizá el más delicado— de determinación del precio de emisión (*pricing risk*), referido al conflicto entre fijar el precio más alto para cubrir las necesidades de financiación del emisor y el precio al que los inversores estarán dispuestos a adquirir los valores ofrecidos (vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, *La responsabilidad civil de las entidades colocadoras de valores*, cit., p. 21-23). Salvo el segundo (el riesgo de espera), el primero y el último pueden ser asegurados acudiendo a los servicios de la banca y demás entidades financieras que se comprometerán contractualmente a soportar dichos riesgos (FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, "Artículo 30. Entidades colocadoras y comercializadoras", cit., p. 839-840).

<sup>237</sup> Vid., F.J. VALENZUELA GARACH, *Las entidades de crédito comisionistas en el Mercado de Valores*, cit., p. 105-109. Pero lograr estos objetivos no siempre resulta fácil en atención al advenimiento de hechos imprevisibles que pueden variar la respuesta del mercado y desviar el interés de los potenciales inversores. Puede resultar de interés indicar que a fin de reducir la incertidumbre y conseguir el máximo nivel de adecuación entre la oferta y la demanda de los nuevos valores, tanto en lo que se refiere al volumen como al precio de emisión/suscripción de los mismos, en las grandes emisiones de alcance internacional ha adquirido gran difusión la técnica de

La actividad de colocación de estos intermediarios financieros en el marco del mercado primario puede revestir múltiples formas y cada una de ellas, a su vez, puede adoptar un gran número de variantes, dado el principio de libertad que preside esta materia (art. 29 LMV)<sup>238</sup>. Básicamente, esta actividad —definida en el art. 30 del Real Decreto 291/1992, sobre emisiones y ofertas públicas de valores— puede consistir en una mera actividad de mediación en la colocación de los títulos de nueva emisión por cuenta del emisor a cambio de una comisión (*kommissionsweise Plazierung, placement pour compte, collocamento su comisione, best-effort underwriting*), conforme a la cual la entidad financiera se limita a prestar al emisor su infraestructura (red de oficinas, personal comercial y carteras o fondos de inversión que gestiona) para la comercialización de los valores<sup>239</sup>. Junto a ello, la actividad de colocación puede ir unida también a un

---

colocación conocida como *bookbuilding system*, que, importada de E.E.U.U. —donde ya tiene una sólida tradición— se ha ido implantando progresivamente en los mercados europeos durante la última década (*vid.* el avance realizado hace ya algunos años por FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, "Artículo 30. Entidades colocadoras y comercializadoras", *cit.*, p. 853-856; y las páginas que dedica, DE CARLOS BERTRÁN, *Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción*, *cit.* p. 288-292; sobre la introducción del sistema en la práctica alemana y los problemas jurídicos que origina, *vid.* W. GROSS, "Bookbuilding", *ZHR*, nº 162 (junio de 1998), p. 318-339; M. HOFFMANN-BECKING, "Neue formen der Aktienemission", *Festschrift für Otfried Lieberknecht*, München, 1997, p. 25 y ss.; también, algunas indicaciones en relación con el mismo, en K. TECHNAU, "Rechtsfragen bei der Gestaltung von Übernahmeverträgen ("Underwriting Agreements") im Zusammenhang mit Aktienemissionen", *AG*, nº 10, 1998, p. 445-459; sobre su práctica en los mercados norteamericanos puede consultarse, S. N. ALLEN, "A Lawyer's Guide to the Operation of Underwriting Syndicates", *New Engl. Law Rev.*, vol. 26, nº 2, 1990-1991, p. 337 y ss.; F. CORNELLI/D. GOLDBREICH, "Bookbuilding and Strategic Allocation", *cit.*, p. 2337 y ss., con un interesante análisis de los factores que determinan el comportamiento de la entidad colocadora de la emisión a la hora de la asignación definitiva de las acciones a los solicitantes de las mismas). Aunque no es menester detenernos ahora en el análisis de esta técnica, puesto que ello desbordaría el tratamiento del tema objeto de este trabajo, conviene indicar que la fase de prospección previa de la demanda (*pre-filing activities*) que forma parte de la estructura del procedimiento permite al emisor conocer mejor la demanda existente en el mercado —ayudando a solicitar un precio realista por los valores que se ofrecerán— y lograr mayor información sobre quiénes serán los suscriptores (FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, "Artículo 30. Entidades colocadoras y comercializadoras", *cit.*, p. 855), lo que sirve a los efectos de facilitar la íntegra cobertura de la emisión.

<sup>238</sup> Sobre el principio de libertad de elección del procedimiento de colocación, DE CARLOS BERTRÁN, *Régimen jurídico de las ofertas públicas*, *cit.*, p. 206; VALENZUELA GARACH, *Las entidades de crédito comisionistas*, *cit.*, p. 86-89.

<sup>239</sup> FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, *La responsabilidad civil de las entidades colocadoras*, *cit.*, p. 26.

compromiso de aseguramiento o adquisición de los títulos<sup>240</sup>, en cuyo caso la entidad colocadora tendrá, además, el carácter de entidad aseguradora (*vid.* art. 30 y art. 32 del R.D. 291/1992)<sup>241</sup>. Esta última actividad de aseguramiento —mediante la cual los riesgos inherentes a la colocación se desplazan contractualmente desde el emisor hacia las entidades financieras aseguradoras—<sup>242</sup>, ya se realice conjuntamente con la actividad de colocación por la misma entidad, ya se efectúe de manera independiente por otra entidad

---

<sup>240</sup> Sobre las funciones de los bancos y demás entidades financieras autorizadas en este ámbito, *vid.* la exposición que con cierto detenimiento realiza A. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, "Artículo 30. Entidades colocadoras y comercializadoras", *cit.*, p. 840. Tras la reforma de 1998, la Ley del Mercado de Valores habilita para poder ser entidades colocadoras (simples mediadoras en la colocación de emisiones y OPVs) a las sociedades y agencias de valores (*cfr.* art. 63.1 e LMV y art. 64 LMV) y a las entidades de crédito (bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito), "siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica las habiliten para ello" (art. 65.1 LMV), mientras que la actividad aseguradora queda circunscrita a las sociedades de valores (*cfr.* art. 63.1 f LMV y art. 64 LMV) y las entidades de crédito en las mismas condiciones que las señaladas (*cfr.* art. 65.1 LMV; no obstante las agencias de valores podrán prestar servicios relacionados con las operaciones de aseguramiento —*cfr.* art. 63.2. e LMV y art. 64.3 LMV—). Queda a salvo la habilitación que pueda otorgar el Gobierno a otras entidades para realizar estas funciones (*vid.* art. 65.2 LMV).

En realidad, el simple hecho de la intervención de estas entidades en la emisión de las acciones (siempre que su actividad no se circunscriba a la mera labor de intermediación en la recogida de los boletines de suscripción y los desembolsos, es decir, que se limiten a una actividad receptora de solicitudes de los inversores) es suficiente para convertir a dichas emisiones en "emisiones públicas de valores", sometidas a la disciplina del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores (art. 3.1 c del R.D. 291/1992; *vid.* S. ALBELLÁ AMIGO, "Artículo 3. Ámbito material y reglas de aplicación territorial" en F. Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, p. 64). Se trataría, en este caso, de una presunción *iuris tantum* de emisión pública de valores, que puede ser destruida probando que la labor de la banca se ha circunscrito a la mera recepción de órdenes de suscripción de los inversores a requerimiento y en interés exclusivo de éstos (F.J. ALONSO ESPINOSA, *Mercado primario de valores negociables*, Madrid, 1994, p. 246-247; FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO/JÓRDANA MOYA, *La colocación privada de valores*, *cit.*, p. 34).

<sup>241</sup> Lógicamente, la actividad de mera colocación y la actividad aseguradora de la emisión no tendrá porqué coincidir necesariamente en la misma entidad. El R.D. 291/1992, a raíz de la reforma operada por el R.D. 2590/1998, de 7 de diciembre, ha incorporado un nuevo artículo —el artículo 32— que permite una diferenciación más clara entre la actividad de aseguramiento y la actividad de colocación, dirección y coordinación previstas en los arts. 30 y 31 del mismo cuerpo legal. Así, se considera *entidad aseguradora* (a los efectos de este Real Decreto), a "la que asuma frente al emisor u oferente el compromiso de garantizar el resultado económico de la operación frente al riesgo de colocación" (art. 32).

<sup>242</sup> FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, *La responsabilidad civil de las entidades colocadoras*, *cit.*, p. 25.

distinta a la estrictamente colocadora, puede consistir en la colocación de los títulos con garantía añadida del buen éxito de la operación —por virtud de la cual la entidad financiera se compromete a adquirir todas las acciones que no hayan podido ser colocadas durante el plazo de suscripción fijado (*placement avec garantie, consorzio di garanzia, standby underwriting*)—, o en la suscripción directa de los títulos por parte de la entidad financiera, con un descuento, para después proceder a su ofrecimiento a los socios, a inversores singularmente determinados o al mercado en general (*Festübernahme, prise ferme, assunzione a fermo, firm-commitment underwriting*)<sup>243</sup>. Entre los diferentes modos de actuar de estas entidades, que, cuando son varias las que actúan respecto de una misma emisión, suelen agruparse en forma de "sindicatos o consorcios de emisión"<sup>244</sup>, la sociedad deberá elegir teniendo en cuenta el coste que representa la comisión a pagar al banco (siempre mayor si la entidad asegura, de una u otra manera, el buen fin de la operación) y el coste que tenga el riesgo del que pretende cubrirse<sup>245</sup>.

---

<sup>243</sup> En esta última modalidad de colocación no se está, sin embargo, ante una actividad de aseguramiento en el sentido clásico del término, aunque conduzca a idéntico resultado para el emisor (LOSS/SELIGMAN, *Fundamentals of Securities Regulation*, cit., p. 58). En relación con estas modalidades básicas de colocación y aseguramiento y sus variantes, vid. K.J. HOPT, *Le banche nel mercato dei capitale*, (trad. it.), Milano, 1995, p. 17; G. SCORZA, "I consorzi bancari di collocamento titoli", en G.B. Portale (dir.), *Le operazioni bancarie*, II, Milano, 1978, p. 1128 y ss.; R.W. JENNINGS/H. MARSH, Jr./J. O. COFFEE, Jr., (Section 3: Investment Banking and the underwriting process), en *Securities Regulation*, 7ª ed., 1993, p. 88 y ss.; C.W. SMITH, Jr., "Investment banking and the capital acquisition process", *J. Fin. Econ.*, nº 15, 1986, p. 3 y ss.; LOSS/SELIGMAN, *Fundamentals of Securities Regulation*, cit., p. 55 y ss. en la literatura española, ampliamente, CACHÓN BLANCO, *Los contratos de dirección, colocación, aseguramiento y asesoramiento*, cit., in totum; FERNÁNDEZ DE ARAOZ, "Artículo 30. Entidades colocadoras y comercializadoras", cit., p. 847 y ss., con interesantes aportaciones procedentes de la práctica norteamericana; DE CARLOS BERTRÁN, *Régimen jurídico de las ofertas públicas*, cit., p. 44-46, y, ampliamente, en p. 335-399; con menor detenimiento, F. VEGA PÉREZ, "Intervención bancaria en la emisión y colocación de valores negociables", en R. García Villaverde (dir.) *Contratos bancarios*, Madrid, 1992, p. 560 y ss.]; y las páginas dedicadas al tema por J. GARRIGUES, *Contratos bancarios*, 2ª ed., Madrid, 1975, p. 661 y ss.

<sup>244</sup> Vid. VALENZUELA GARACH, *Las entidades de crédito comisionistas*, cit., p.83-86.

<sup>245</sup> Para un análisis de los costes y beneficios asociados a las diferentes posibilidades de actuación de los bancos en calidad de *underwriters*, vid. G. MANDELKER/A. RAVIV, "Investment Banking: an Economic Analysis of Optimal Underwriting Contracts" en *J. Fin.*, nº 3, 1977, p. 686. El autor concluye que teniendo en cuenta, por un lado, que la comisión que percibe el *underwriter* por cubrir el riesgo del fracaso de la oferta constituye un coste significativo para el emisor y, por otro, que éste tenderá a maximizar sus expectativas de valor económico eligiendo un contrato de

Por lo que se refiere a la práctica en los mercados de valores españoles, aunque no existe un modelo de comportamiento absolutamente fijo, en materia de emisiones públicas de acciones parece ser habitual el recurso a los bancos (normalmente a varios bancos sindicados) para obtener la "garantía de buen fin" de la operación, comprometiéndose contractualmente el banco único o los bancos sindicados a suscribir en nombre propio las acciones sobrantes que no hayan podido ser colocadas tras el plazo general establecido para la suscripción de la emisión o la colocación de la oferta pública de venta. A su lado, la actividad de mera colocación parece quedar circunscrita a las emisiones de valores de renta fija o las realizadas por emisores de gran solvencia<sup>246</sup>. Por el contrario, en

---

colocación/aseguramiento apropiado, el "firm commitment" y el "best effort" se presentan (uno u otro según determinadas circunstancias) como los contratos óptimos para el emisor frente a la opción de "stand-by" (que, en teoría, conlleva altos costes, en particular, el coste de la investigación que realiza el *underwriter* sobre la calidad de la compañía emisora y que encarece significativamente el precio del contrato de aseguramiento). No obstante, en la práctica se ha constatado que las firmas emisoras de más alta calidad (*highest quality firms*) tienden a emplear un sistema de colocación directa, si acaso, con aseguramiento de tipo "stand-by", ya que la reputación de la que goza el emisor constituye de por sí suficiente garantía para el *underwriter*, mientras que las firmas de calidad intermedia (*intermediate quality firms*) efectúan ofertas no aseguradas, y las de baja calidad (*low-quality firms*) se decantan por las ofertas de "firm-commitment" (*fully underwritten offers*), que son las que aparentemente tendrían un mayor coste (*vid.* la explicación que de esta realidad ofrecen R. HEINKEL/E.S. SCHWARTZ, "Rights versus Underwritten Offerings: An Asymmetric Information Approach", *J. Fin.*, vol. 41, nº 1, 1986, p. 1 y ss.). No obstante, la elección de los emisores entre las diversas técnicas a la vista de los costes y beneficios asociados a las mismas representa una realidad cambiante que no sigue un patrón exacto, puesto que las muy diversas circunstancias propias de cada concreta emisión y colocación pueden determinar en ocasiones un cambio radical en la opción del emisor respecto de lo que sería previsible. Así, se constata por algunos autores que la opción por la colocación *best effort* es compartida tanto por las empresas que no gozan de muy buena reputación (y que, por ello, no pueden encontrar un *underwriter* que esté dispuesto a asumir el riesgo de la distribución) como, en ocasiones —y paradójicamente—, por las empresas de tan alto prestigio que pueden actuar sin necesidad de compromiso de aseguramiento, obteniendo, de este modo, un ahorro significativo de los costes asociados a la colocación (*vid.*, LOSS/SELIGMAN, *Fundamentals of Securities Regulation*, cit., p. 66).

Aunque estas consideraciones están realizadas en el contexto de la experiencia norteamericana que, al menos hasta poco tiempo, ha mostrado diferencias no despreciables respecto de la experiencia europea, en nuestro país se ha destacado también que el aseguramiento de tipo *standby* lleva consigo un mayor coste que la opción de aseguramiento en firme. En la medida en que la adquisición de los títulos sobrantes por la entidad aseguradora sólo se efectúa tras el cierre del plazo de suscripción, ésta asume un más alto riesgo de deterioro de las condiciones de mercado, que este riesgo se extiende a la totalidad del período de suscripción fijado (A. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, *Las normas de conducta en el Derecho del Mercado de Valores*, Madrid, 2000, p. 162).

<sup>246</sup> FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, "Artículo 30. Entidades colocadoras y comercializadoras", cit., p. 849 y 851. Conviene recordar que el cumplimiento de un contrato de aseguramiento de una emisión de valores puede determinar la obligación de la entidad financiera de formular una OPA sobre la sociedad cuya emisión se ha asegurado. Dentro de los supuestos de OPAs obligatorias de carácter sobrevenido o a posteriori, el artículo 3.3 del RD 1197/1991, de 26 de junio, de ofertas públicas de adquisición de valores, contempla el caso expuesto, estableciendo

el ámbito de las emisiones —salvo en las de renta fija no convertible—<sup>247</sup> no goza de tradición en España el denominado aseguramiento en firme, cuya utilización en los aumentos de capital con derecho de suscripción preferente de los antiguos accionistas podría plantear alguna duda de legitimidad en atención a que la Ley de Sociedades Anónimas, al contrario que los países más significativos del entorno jurídico comunitario<sup>248</sup>, no ha acogido la previsión de la Segunda Directiva (art. 29.7) en relación con el ejercicio indirecto del derecho de suscripción preferente a través de intermediarios financieros (derecho de suscripción preferente *indirecto* o *mediato*)<sup>249</sup>. En teoría, esta circunstancia dejaría relegada esta última forma

---

que las Entidades financieras que en cumplimiento de un contrato de aseguramiento de una emisión de valores adquieran una participación significativa en el capital de una Sociedad cuyas acciones estén admitidas a negociación deberán formular una oferta pública de adquisición, salvo que dentro del plazo de seis meses a contar desde la adquisición el exceso de participación se enajene o se ponga a la venta mediante oferta pública de venta (*vid.* al respecto, A. M<sup>a</sup> SALA I ANDRÉS, *Las O.P.A.s obligatorias*, *cit.*, p. 229-230 y p. 324-329, quien las califica como tomas de control *directas* —ya que se adquieren acciones de la sociedad afectada por la toma de control— y *sobrevenidas* —ya que la finalidad del contrato de aseguramiento que ha dado lugar a la toma de control no era la de alcanzar dicho control sino asegurar la total colocación de los valores emitidos—. Por otro lado, si una entidad financiera asegura la emisión de una sociedad perteneciente al mismo grupo —algo contra lo que no parece haber inconveniente legal— (FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, “Artículo 30. Entidades colocadoras y comercializadoras”, *cit.*, p. 881-882), las acciones que finalmente adquiera la entidad aseguradora deben contabilizarse a los efectos de los límites legales en materia de autocartera y de participaciones recíprocas.

<sup>247</sup> *Vid.*, de nuevo, A. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, “Artículo 30. Entidades colocadoras y comercializadoras”, *cit.*, p. 851, indicando que en España la figura del sindicato de aseguramiento en firme sólo adquiere preponderancia sobre el sindicato de garantía en los casos de OPVs y de emisiones de renta fija no convertible. DE CARLOS BERTRÁN (*Régimen jurídico de las ofertas públicas*, *cit.*, p. 355-357) indica que la escasa utilización en España de la técnica de la asunción en firme, al margen de los problemas derivados de la existencia del derecho de suscripción preferente los antiguos accionistas, se debe fundamentalmente a los elevados costes fiscales que se generan: la doble transmisión —del emisor a la entidad aseguradora y de ésta a los inversores— obliga a una doble imposición, a la vez que la entidad aseguradora debe soportar el riesgo del aumento de la base imponible (*vid.* la explicación de esta afirmación en la p. 356). Todo ello redundaría, según el autor, en un aumento de las formalidades y del coste de la operación, que la entidad aseguradora repercutirá sobre el emisor.

<sup>248</sup> Así, *cfr.* § 186.5 de la Ley de Sociedades Anónimas alemana, el párrafo 7º del artículo 2441 del Código civil italiano y el artículo L. 225-145 del *Code de Commerce* francés.

<sup>249</sup> Al margen de las dudas que la utilización de esta técnica en los aumentos de capital con derecho de suscripción preferente pueda plantear en nuestro país desde el punto de vista de su estricta legitimidad jurídica, es notorio que en la práctica se emplea en algunas ocasiones y que, quizá, pueda encontrar su amparo legal en el artículo 30 del Real Decreto 291/1992, sobre emisiones y ofertas públicas de valores (*vid.* A. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, *Las normas de conducta*, *cit.*). Bajo el imperio de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951 ya se discutía la admisibilidad del llamado derecho de suscripción preferente mediato (*vid.* las diferentes posturas mantenidas al respecto por GIRÓN, *Derecho de sociedades anónimas*, *cit.*, p. 494 y SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, *cit.* p. 372-377). Conforme a la Ley de Sociedades Anónimas vigente, a pesar del silencio de la Ley y de algunas opiniones contrarias (ROJO, “El acuerdo de aumento”, *cit.*, p. 2353 nota 35), parece existir un creciente consenso a favor de la

de colocación de la emisión a los aumentos de capital en los que no exista derecho de suscripción preferente por haber sido excluido total o parcialmente<sup>250</sup>.

Cuando el emisor de los valores contrata con la entidad financiera (o con el sindicato) la colocación de los valores en régimen de garantía de buen fin o en

---

admisión de la figura (así, durante el período de reforma de la legislación de anónimas, DE LA CUESTA, "El aumento y la reducción del capital social", *cit.*, p. 193-194; J.C. SÁNCHEZ GONZÁLEZ, "La acción como fundamento de la condición de socio y como conjunto de derechos", en V.M. Garrido de Palma y otros, *Las sociedades de capital conforme a la nueva legislación*, Madrid, 1989, p. 308-309; más recientemente, VELASCO SAN PEDRO, "El derecho de suscripción preferente", *cit.*, p. 592; DE LA CÁMARA, *El capital social en la sociedad anónima*, *cit.*, p. 296. El legislador español no ha parecido considerar oportuno el reconocimiento legal explícito de la figura del derecho de suscripción preferente mediato, dado que resulta significativo que dentro de las modificaciones que ha introducido la reciente Ley 37/1998, de reforma de la Ley del Mercado de Valores, en relación con algunos aspectos de la regulación de los aumentos del capital presente en la LSA con la intención de agilizar el cierre de la operación de aumento en las sociedades cotizadas, se ha silenciado toda referencia a esta figura. Si el legislador, consciente de la polémica que en cuanto a su admisibilidad suscita esta figura en España, ha dejado pasar esta excelente oportunidad para reconocerla expresamente, este silencio quizá deba interpretarse todavía hoy como un indicio de cara a fundamentar su inadmisibilidad jurídica, aunque ello suponga una traba en relación con ese deseo de agilidad y de minimización de riesgos en las emisiones públicas y una falta de consonancia con los Derechos de países cercanos en el ámbito europeo.

<sup>250</sup> En el marco de los sistemas extranjeros el panorama en cuanto a la actividad de los bancos y demás entidades financieras en la mediación dentro del mercado primario se muestra algo diferente de unos países a otros. Por poner algunos ejemplos, en Alemania lo habitual es que las sociedades anónimas que efectúan una emisión de acciones en ejecución de una ampliación del capital social recurran a un sindicato único (*Einheitskonsortium*), constituido por una combinación de sindicato de colocación (*Begebungskonsortium*) y de suscripción (*Übernahmekonsortium*), donde el sindicato asume el riesgo de la suscripción completa de los títulos (K.J. HOPT, "Emissionsgeschäft und Emissionskonsortien. Recht und Praxis in Deutschland und in der Schweiz" *Festschrift für A. Kellermann zum 70. Geburtstag*, (ZGR Sonderheft 10), Berlin-New York, 1991, p. 184; también en *Le banche nel mercato dei capitali*, *cit.*, p. 17 con indicaciones sobre el funcionamiento interno del sindicato a efectos de la distribución del riesgo. En Estados Unidos, la forma de actuación de los bancos de inversión se divide básicamente entre la *best-effort offering* en sus diferentes modalidades (*vid.* H.I. FREILICH/R.S. JANVEY, "Understanding 'best-effort' Offerings", *Sec. Reg. Law. Jour.*, vol. 17, 1989, p. 151-171) y, con mayor frecuencia, la *firm commitment underwriting*, que ha desplazado ya desde hace algún tiempo a la denominada *old-fashioned* o *standby underwriting*, que venía siendo usada cuando la emisión se dirigía a los antiguos accionistas, (*vid.* JENNINGS/MARSH, Jr./COFFEE, Jr., *Securities Regulation*, *cit.*, p. 89; ALLEN, "A Lawyer's Guide", *cit.*, p. 320, nota 3; ALFARO, *Interés social y derecho de suscripción preferente*, *cit.*, p. 95), y que en la actualidad está prácticamente en desuso, aunque todavía es utilizada a veces en algunos casos de ofertas de valores convertibles (warrants o derechos de suscripción) dirigidos a los accionistas (*vid.* J. S. D'ALIMONTE, "The letter of Intent and the Basic Structure of an Offering", en K.J. Bialkin/W.J. Grant, Jr., *Securities Underwriting. A Practitioner's Guide*, New York City, 1985, p. 92; y, sobre todo, LOSS/SELIGMAN, *Fundamentals of Securities Regulation*, *cit.*, p. 56 y ss., quienes, en cualquier caso, destacan que no hay nada inmutable en estos métodos generales de colocación y que la industria de los bancos de inversión está continuamente estudiando y desarrollando nuevas técnicas o variaciones de las ya existentes, *últ. op. cit.*, p. 71).



régimen de aseguramiento en firme, el problema de la suscripción incompleta de la emisión carece de toda relevancia desde un punto de vista jurídico, puesto que, sencillamente, no llega a verificarse: las entidades financieras asumen la suscripción de los valores no suscritos dentro del período de suscripción fijado o adquieren desde el principio y en bloque todos los valores que integran la emisión, por lo que más tarde o más temprano, y de una u otra manera, la emisión quedará cubierta totalmente. Desde un punto de vista económico, el riesgo de la suscripción incompleta de los valores emitidos se traslada en estos casos desde el emisor a la entidad/es aseguradora/s, ya que serán éstas las que sufran las consecuencias desfavorables de una pobre acogida en la fase de suscripción o de posterior colocación. Esta circunstancia no sólo es importante para la propia sociedad emisora, en cuanto que, además de evitarle los efectos negativos de la suscripción incompleta, le permite contar desde el principio con la seguridad de que va a obtener la totalidad de los fondos previstos. El aseguramiento resulta ser, también, un dato de enorme relevancia para los hipotéticos suscriptores en la adopción de su decisión de invertir, puesto que —según han puesto de manifiesto algunos autores— una de las cuestiones más importantes para el inversor es la de poder conocer qué sucederá en el caso de que la emisión no sea suscrita íntegramente y si ante esta eventualidad el emisor se encuentra cubierto por un contrato de aseguramiento<sup>251</sup>.

Ahora bien, la existencia de un contrato de aseguramiento no siempre elimina totalmente el riesgo de la suscripción incompleta de la emisión asegurada, o, más exactamente, no lo elimina bajo cualquier circunstancia. Por un lado, no es infrecuente —como se puede constatar que ocurre en los mercados españoles, probablemente con la intención de rebajar el coste del aseguramiento— que el

---

<sup>251</sup> FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, "Artículo 30. Entidades colocadoras y comercializadoras", *cit.*, p. 875, añadiendo que, por esta razón, el inversor debe poder conocer en todo momento el contenido y alcance de los contratos de aseguramiento. No hay que olvidar al respecto que La Ley del Mercado de Valores exige que el procedimiento de colocación quede definido y se haga público en todos sus extremos antes de proceder a la colocación de la emisión, debiendo figurar las condiciones que lo sustentan en el contenido del folleto informativo de la emisión (art. 29 LMV).

aseguramiento se contrate por el emisor hasta un cierto límite máximo del sobrante, esto es, que la entidad que asegura el buen fin de la operación sólo se comprometa a adquirir hasta un cierto porcentaje máximo de la emisión en caso de suscripción incompleta (v. gr.: hasta un 35% del importe global emitido), pesando el riesgo de colocación del volumen que supere el máximo asegurado sobre el emisor. Por otro, en la práctica es habitual que en el contrato de aseguramiento se introduzcan cláusulas en las que se habilita a la entidad aseguradora para exonerarse de los compromisos asumidos cuando tengan lugar determinadas circunstancias o determinados hechos especificados, funcionando tales cláusulas a modo de condiciones resolutorias del contrato de aseguramiento. La inserción de alguna de estas cláusulas de resolución anticipada (especialmente si el conjunto de hechos que pueden dar lugar a la exoneración es amplio) puede llegar a aproximar de hecho el contrato de aseguramiento a uno de simple colocación, permaneciendo el riesgo de la suscripción incompleta en el emisor<sup>252</sup>. Por esta razón, incluso las emisiones

---

<sup>252</sup> Vid. estas ideas en FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, "Artículo 30. Entidades colocadoras y comercializadoras", *cit.*, p. 875-876, añadiendo que cuando la cláusula de resolución del compromiso de aseguramiento sea amplia el inversor debe ser advertido de ello en el folleto. De hecho, el nuevo artículo 20.4 del R.D. 291/1992 (en la nueva redacción dada por el R.D. 2590/1998, de 7 de diciembre) establece la obligación de hacer constar en el folleto "las características de la relación o contratos de aseguramiento y, en especial, las garantías exigidas al emisor, los tipos de riesgo asumidos y el tipo de contraprestación a que se obligue el asegurador en caso de incumplimiento, así como otros elementos relevantes para que el inversor pueda formar juicio sobre la emisión". Puede ser interesante indicar que la CNMV viene exigiendo al oferente que se comprometa en el folleto a abrir un plazo extraordinario de revocación de las declaraciones de aceptación de la oferta por los inversores en el caso de que llegue a resolverse el contrato de aseguramiento como consecuencia de estas cláusulas (DE CARLOS BERTRÁN, *Régimen jurídico de las ofertas públicas*, *cit.*, p. 309). La presencia de estas cláusulas (*market out clauses*) está altamente difundida en E.E.U.U. en los casos en que los bancos de inversión actúan —como es muy frecuente— en régimen de *firm commitment underwriting*. Dichas cláusulas —mediante las cuales el *underwriter* trata de minimizar el riesgo de reventa de los títulos previamente suscritos— pueden ser más o menos amplias a la hora de especificar las causas que determinan la resolución de la obligación aquél, y vienen referidas, bien a circunstancias adversas afectantes al emisor que perjudiquen materialmente la calidad de la inversión de los valores ofrecidos, bien a circunstancias que afecten al mercado de valores en general. Aquí, la preocupación es también hasta qué punto estas cláusulas pueden llegar de hecho convertir una *firm commitment underwriting* en una simple *best effort underwriting*: en 1985 la SEC (Securities Exchange Commission) indicó que aquellas cláusulas que permiten al *underwriter* resolver sus obligaciones de adquirir los valores ofertados basadas en la concurrencia de "circunstancias imprevistas que afecten al emisor o al mercado en general" o basadas en una "incapacidad para vender los valores" son inapropiadas en el contexto de un contrato de aseguramiento, dado que hacen que el riesgo del fracaso de la oferta permanezca en el emisor, por lo que, en realidad, se está ante la modalidad de simple colocación

garantizadas suelen ir acompañadas de una previsión expresa de aceptación de una posible suscripción incompleta.

En cualquier caso, aunque la actividad de la entidad financiera consista en la mera intermediación en la colocación de las acciones por cuenta del emisor, en la que no se elimina para la sociedad emisora el riesgo de la suscripción incompleta de la emisión, en las ampliaciones de capital con emisión pública de acciones dicha actividad reduce de hecho el riesgo de la colocación de la emisión y facilita extraordinariamente la suscripción íntegra de los valores. En primer lugar, los intermediarios financieros cuentan con una amplia red de distribución y las relaciones comerciales habituales que mantienen con potenciales inversores (tanto con los grandes inversores o con los inversores institucionales como con los minoristas) permiten que la colocación de los valores sea más rápida y eficaz (*placing power*)<sup>253</sup>. En segundo lugar, la eventual responsabilidad que la intermediación de estas entidades en las emisiones de valores puede generar frente a terceros —en particular, derivada del contenido del preceptivo folleto informativo sobre el que se sustenta la colocación de los valores—<sup>254</sup>, y, sobre todo, el hecho mismo de que se ponga en juego el propio prestigio de la institución, hacen que ninguna de ellas acepte intervenir sin previamente haber investigado la solvencia de la sociedad emisora, la calidad de los valores, y la

---

(*vid.*, por ejemplo, D'ALIMONTE, "The letter of Intent and the Basic Structure of an Offering, *cit.*, p. 92; FREILICH/JANVEY, "Understanding Best Efforts Offerings", *cit.*, p. 155-156; J.D. COX/R.W. HILLMAN/D.C. LANGEVOORT, *Securities Regulation*, Boston, Toronto, London, 1991, p. 233).

<sup>253</sup> HOPT, *Le banche nel mercato dei capitali*, *cit.*, p. 39.

<sup>254</sup> En la doctrina española, *vid.* GRIMALDOS GARCÍA, *Responsabilidad civil derivada del folleto*, *cit.*, *in totum*; FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, *La responsabilidad civil de las entidades colocadoras*, *cit.*, p. 123 y ss. A juicio de este último autor, la responsabilidad civil frente a los inversores derivada del contenido del folleto informativo está ausente en los casos en los que la entidad financiera efectúa labores de estricta comercialización de los valores sobre la base de un folleto completo, sin haber intervenido activamente en la redacción del mismo (*últ. op. cit.*, p. 137-138; en el mismo sentido, G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, 1986, p. 57 y ss.).

honorabilidad y posibilidades de éxito de la emisión misma<sup>255</sup>. Sobre esta base, se dice que la entidad financiera "presta su crédito" (esencialmente constituido por su reputación en el mercado) al emisor de los valores, dando lugar a que las emisiones intervenidas por bancos y entidades afines cuenten con una mayor confianza por parte de los inversores que las que no lo están<sup>256</sup>. Estas

---

<sup>255</sup> J. FERRONNIÈRE/E. DE CHILLAZ, *Les opérations de banque*, Paris, 1976 (existe ed. de 1980), p. 789. Entre la doctrina se destaca que, antes que el temor a una eventual responsabilidad, es el temor a la pérdida de prestigio lo que determina que las entidades colocadoras se afanen en verificar con seriedad y rigor la calidad de la emisión (vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, *La responsabilidad civil de las entidades colocadoras*, cit., p. 188, nota 349).

<sup>256</sup> En la literatura sobre el tema se dice que las entidades colocadoras "arriendan" su reputación y su prestigio convirtiéndose en "rehenes" de la calidad de sus clientes —el emisor u oferente— (vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, "Artículo 31. Deberes de la entidad directora", cit., p. 924-925; id. *Las normas de conducta en el Derecho del Mercado de Valores*, cit., p. 94-96). Esta idea se encuentra extendida en el panorama internacional. Así, vid., entre otros, CESARINI, "Intermediazioni nel mercato delle nuove emissioni", cit., p. 499; JUGLART/IPPOLITO, *Banques et Bourses*, cit., p. 615 y ss; HOPT, *Le banche nel mercato dei capitali*, cit., p. 45. Este último autor destaca que en Alemania gran número de inversores deciden su inversión considerando más este aspecto que la propia identidad del emisor o las características consustanciales a la emisión (últ. op. loc. cit.). La situación quizá más clara se plantea en Estados Unidos, donde la no utilización de los servicios de los bancos de inversiones es percibida muy negativamente por el mercado, de manera que sólo cuando la sociedad está segura de que la emisión será cubierta por los antiguos socios y comunica al mercado dicha circunstancia no necesitará de estos servicios (ALFARO, *Interés social y derecho de suscripción preferente*, cit., p. 97; vid. al respecto W.J. GRANT, jr., en K.J. Bialkin/W.J. Grant, jr., *Securities Underwriting (A practitioner's Guide)*, Nueva York, 1985, p. 2). La importancia de la reputación de las entidades colocadoras/aseguradoras como elemento que permitirá alcanzar un elevado grado de éxito de la emisión tiene todavía mayor importancia en la primera oferta pública (*initial public offer*) que realiza una sociedad en el mercado de valores (primera oferta al público efectuada por *private firms that choose to go public*). En estas ofertas (IPOs) los costes de transacción derivados de la asimetría informativa son mucho más elevados que los costes en los que incurren sociedades emisoras cotizadas en bolsa que ya llevan una previa trayectoria en el mercado público de valores, costes que la sociedad emisora que efectúa una IPO tratará de aminorar mediante la contratación de los servicios de un *underwriter* de gran prestigio, que no arriesgará su reputación avalando un producto de baja calidad. Así, los *underwriters* de alto prestigio están asociados a las ofertas de bajo riesgo (R. CARTER/S. MANASTER, "Initial public offerings and underwriter reputation", *J. Fin.*, vol. 45, 1990, p. 1045 y ss.), en las que el precio fijado revela la *inside information*, esto es, información de la que dispone el emisor (vid., R. BOOTH/R.L. SMITH, "Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis", *J. Fin. Econ.*, vol. 15, 1986, p. 261 y ss.; R. P. BEATTY/J.R. RITTER, "Investment banking, reputation, and the underpricing of Initial Public Offerings", *J. Fin. Econ.*, vol. 15, (1986, p. 213 y ss). No obstante, se observa alguna diferencia entre los beneficios inmediatos que para el emisor tiene el recurso a los bancos de gran prestigio tras la formulación de la oferta y los resultados a medio-largo plazo (vid. R.B. CARTER/F.H. DARK/A.K. SINH, "Underwriting Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks", *J. Fin.*, vol. 53, nº 1, 1998, p. 285 y ss.). En atención a estas circunstancias se ha afirmado que mediante las labores de procesamiento y verificación que realizan las entidades directoras y colocadoras sobre la información ofrecida por el emisor "se reducen sustancialmente los costes de transacción del mercado, contribuyéndose al incremento de las llamadas eficiencia institucional e informativa del mercado de valores" (FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, "Artículo 30.

circunstancias hacen que el buen fin de la operación sea mucho más probable si la sociedad decide poner en manos de los bancos y demás entidades autorizadas la colocación de las acciones procedentes del aumento de capital.

### **1.2. Emisiones con colocación privada**

La práctica de la operación de aumento del capital es muy diferente cuando la colocación pretende realizarse en un ámbito privado. El hecho de que la emisión esté destinada a un número reducido de potenciales inversores, normalmente predeterminados, o de que aquélla represente una escasa cuantía hacen que la actitud del emisor ante un posible riesgo de suscripción incompleta cambie radicalmente, sobre todo, en comparación con las emisiones públicas de sociedades cotizadas.

En las emisiones privadas, por su propia naturaleza, no existe actividad publicitaria o promocional y el ofrecimiento se lleva cabo, por lo general, mediante el contacto directo del emisor (o un interlocutor del mismo) y los potenciales inversores (o su representante)<sup>257</sup>. Además, como consecuencia de su calificación "privada", son emisiones en las que el emisor no está obligado a preparar, elaborar y verificar ningún folleto informativo, ni tampoco a cumplir con otros requisitos exigidos por la normativa del mercado de valores en relación con las emisiones públicas. Estas dos circunstancias determinan que el coste del aumento del capital con colocación privada sea muy inferior y que la realización de la operación tenga menor transcendencia pública debido a que la misma se difunde sólo entre determinados y muy concretos inversores o un pequeño número de personas. De ahí que en este tipo de emisiones el emisor intente protegerse del riesgo de una posible suscripción incompleta simplemente

---

Entidades colocadoras y comercializadoras", *cit.*, p. 840; también, GRIMALDOS GARCÍA, *Responsabilidad civil derivada de folleto*, *cit.*, p. 270-271).

<sup>257</sup> FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO/GÓMEZ-JORDANA MOYA, *La colocación privada de valores*, *cit.*, p. 32-34.

elaborando una oferta lo más adecuada posible a las características y exigencias de los destinatarios y, en su caso, evitando la ineficacia total de la ampliación mediante el uso de las posibilidades que ofrece la normativa legal (art. 161.1 LSA)<sup>258</sup>.

## 2. La suscripción incompleta del aumento en las sociedades cerradas

En comparación con las sociedades abiertas, las características que definen el tipo de sociedad cerrada (especialmente si es de reducidas dimensiones por tener un escaso número de socios y un volumen de capital pequeño) determinan que sean muy diferentes, tanto la práctica de la operación de aumento del capital, como las circunstancias que rodean al riesgo de la suscripción incompleta. Si aspectos como la imagen pública, la necesidad de rentabilizar los costes ligados a la ampliación, o la necesidad de colocar un gran volumen de capital entre un conjunto numeroso y difuso de potenciales inversores son tomados muy en cuenta por las sociedades abiertas a fin de decidir protegerse de antemano del riesgo de la falta de cobertura del aumento, la ausencia o mayor debilidad estos aspectos en relación con las sociedades cerradas explica que éstas no recurran a la utilización de técnicas que eviten o dificulten el acaecimiento del evento de la

---

<sup>258</sup> Buena parte de este tipo de emisiones está dirigida a ser colocada entre personas o entidades que, en comparación con el inversor medio que actúa en el mercado, disponen de mayor capacidad de información sobre el emisor y de mayores conocimientos técnicos a los efectos de permitirles elaborar un juicio independiente, fundado y racional sobre la inversión que se les propone (inversores institucionales, profesionales, inversores *sófisticados*, o personas o entidades que gozan de especial relación con el emisor; *vid.*, al respecto, FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO/GÓMEZ-JORDANA MOYA, *La colocación privada de valores*, *cit.*, p. 41 y ss.). La especial cualificación para valorar el riesgo inversor de la que disfrutan este tipo de inversores estimulará al emisor para cuidar al máximo la calidad de la emisión a fin de evitar que la oferta tenga una pobre acogida. De hecho, lo normal es que la emisión aparezca diseñada específicamente para ese colectivo de inversores, siendo el resultado de pactos previos o contactos directos y personalizados entre este colectivo y el emisor a fin de acomodar la operación a los intereses y necesidades de ambos. En otros casos, es decir, cuando los destinatarios de la oferta carecen de la cualificación y de las condiciones de acceso a la información de la que gozan los anteriores, el emisor estará obligado por lo general a recurrir a mecanismos para hacer atractiva la inversión (v. gr. ofreciendo los valores con descuentos sobre su valor real) a fin de contrarrestar la menor liquidez que tienen estas inversiones y el coste derivado de las asimetrías informativas (FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO/GÓMEZ-JORDANA MOYA, *La colocación privada de valores*, *cit.*, p. 18).

suscripción incompleta. Es más, en ocasiones ni tan siquiera se habrá previsto la posibilidad de que la suscripción de las nuevas acciones resulte incompleta, y, en caso de haberse previsto, la actuación de la sociedad se limitará a decidir si, de acuerdo con las opciones que le ofrece la regulación legal de este supuesto de hecho, conviene dejar el aumento totalmente sin efecto, o conservar la eficacia del mismo en la cuantía representada por las acciones suscritas (*cfr.* 161 LSA y art. 77 LSRL).

A pesar de que la ausencia de técnicas *ad hoc* para asegurar que el aumento resulte suscrito en su integridad, la dinámica habitual de las ampliaciones del capital social en las sociedades cerradas disminuye el riesgo de la suscripción incompleta. En consonancia con el carácter cerrado de la sociedad, las acciones emitidas con ocasión del aumento casi siempre son ofrecidas exclusivamente a los viejos accionistas y sólo en muy concretas ocasiones a terceros no socios. En este último supuesto, la entrada del tercero estará pactada de antemano, dada la dificultad de encontrar en el mercado un adquirente para las acciones ya emitidas. De hecho lo normal es que el tercero sea una persona perteneciente al círculo personal o profesional de los propios socios o alguien relacionado habitualmente con el ejercicio de la actividad empresarial, esto es una persona cercana a la empresa a la que, por varias posibles razones, los propios socios proponen la entrada en la sociedad. Aquí, el aumento del capital, en realidad, constituye simplemente el mecanismo que permite a ese tercero acceder a la condición de socio conforme a lo pactado, por lo que será infrecuente que después ese tercero decida no suscribir. Además, incluso cuando no está prevista la entrada de un tercero, el reducido número de socios y la existencia de una relación directa entre ellos hacen que los aumentos del capital sean operaciones proyectadas "a medida". Si no existe enfrentamiento entre mayoría y minoría, los aumentos del capital son el resultado de un consenso previo entre los accionistas sobre la base de una propuesta de los administradores como alternativa al recurso al crédito externo prestado por terceros cuando la sociedad necesita financiación, de modo que la cuantía del aumento se habrá calculado en función de las necesidades financieras de la sociedad, las disponibilidades económicas

de los accionistas y su actitud ante la petición de nuevas inversiones en la empresa social.

No obstante, en las sociedades cerradas la posibilidad de que el aumento del capital no sea suscrito en su totalidad no queda radicalmente eliminada de la realidad, sobre todo en el caso de la existencia de una mayoría y una minoría antagónicas. Es de sobra conocido que en las sociedades cerradas, los conflictos intrasocietarios se establecen, conforme a la concepción tradicional, entre socios mayoritarios y socios minoritarios y no (o, al menos no principalmente) entre administradores y socios<sup>259</sup>. En este contexto, ya hemos tenido ocasión de señalar que, a veces, el aumento del capital es utilizado por la mayoría como instrumento para expropiar a la minoría, acordando la ampliación bajo el conocimiento de que la minoría no está en condiciones de suscribir. Pero aunque el aumento del capital no implique el ejercicio de un abuso de derecho por parte de la mayoría, no son del todo infrecuentes los supuestos en que los accionistas minoritarios, especialmente si tienen su capital invertido en diversas sociedades, desisten de suscribir al no desear incrementar su cuota de participación (y de responsabilidad y riesgo) en una sociedad de la que no poseen el control y en la que no están suficientemente informados de la marcha de los negocios y de las posibilidades futuras de rentabilidad de la empresa. En ocasiones, estos accionistas habrán manifestado con anterioridad a la adopción del acuerdo de aumento su deseo de no acudir a la ampliación, de modo que la sociedad podrá acordar el aumento en una cifra ajustada a lo que efectivamente el resto de accionistas están dispuestos a suscribir. En otras, sin embargo, no se habrá puesto en conocimiento de la sociedad dicha intención, bien porque el accionista no haya tenido noticia de la próxima convocatoria de la Junta, porque no lo haya considerado preciso o conveniente, o bien porque prefiera posponer su decisión e intentar la venta de los derechos de suscripción derivados del aumento en el caso de que finalmente no pueda o no quiera suscribir. En estas circunstancias, la

---

<sup>259</sup> Así, últimamente, SÁNCHEZ RUIZ, *Conflictos de intereses entre socios*, cit., p. 51.



ausencia de un mercado organizado de derechos de suscripción y la existencia de restricciones estatutarias para la transmisión de estos derechos, harán difícil encontrar un adquirente de los mismos que suscriba la parte reservada al accionista desinteresado en el aumento, dando como resultado que el aumento del capital no sea íntegramente suscrito.

### **3. Los precontratos o preacuerdos de suscripción**

Tanto en sociedades abiertas como en las cerradas es relativamente frecuente, en fin, la existencia de pactos de suscripción previos al acuerdo de aumento. Estos pactos o preacuerdos pueden venir exigidos por la propia clase de aumento del capital, responder a una mera razón de conveniencia para la sociedad o para los socios, o haber sido concluidos con la intención precisa de evitar el fracaso de la operación por falta de suscripciones suficientes. En cualquiera de estos casos, la existencia de estos preacuerdos de suscripción, que, en la práctica pueden ser de muy distinta naturaleza, dificulta, cuando no excluye de raíz, el acaecimiento del fenómeno de la suscripción incompleta.

En el ámbito de las sociedades cerradas, y también en supuestos de aumento de capital de sociedades filiales comunes, dichos pactos pueden adoptar la forma de pactos parasociales<sup>260</sup>. Otras veces —y cualquiera que sea el tipo social— los administradores habrán pactado las condiciones del aumento con determinadas personas (socios o terceros), ya sea porque la propia clase de aumento lo requiera (*v. gr.*: aumento con aportaciones no dinerarias o por compensación de créditos), o porque a la sociedad le convenga asegurarse la entrada de determinados inversores<sup>261</sup>. En ocasiones dichos pactos o tratos

---

<sup>260</sup> ROJO, "El acuerdo de aumento", *cit.*, p. 2352.

<sup>261</sup> En ocasiones, y con intención de asegurar la cobertura completa del aumento, la sociedad decide la exclusión total o parcial del derecho de suscripción preferente para dar entrada a un inversor institucional —con el cual previamente los administradores habrán pactado las condiciones de su participación en la operación— que tendrá como efecto directamente pretendido o meramente secundario el de otorgar al mercado confianza sobre la conveniencia de la operación

preliminares pueden llegar a constituir verdaderos precontratos o contratos de suscripción<sup>262</sup>. No obstante, la existencia de estos pactos previos al aumento del capital no siempre excluye por completo el riesgo de falta de íntegra suscripción de las acciones emitidas. En realidad, todo dependerá de cuáles sean exactamente las consecuencias derivadas del posible incumplimiento del preacuerdo de suscripción por parte de uno o varios de los sujetos inicialmente interesados en el aumento después de que la sociedad haya adoptado el acuerdo de aumento y emitido las acciones correspondientes.

En efecto, la inclusión de los preacuerdos de suscripción en el pantanoso terreno de los comportamientos previos a la celebración definitiva del negocio o fase prenegocial (tratos preliminares, precontratos o promesa de contrato, etc...) hace que las consecuencias del incumplimiento no sean idénticas en todos los casos, sino que variarán en función de las circunstancias en que tales pactos se hayan celebrado, del contenido del acuerdo e incluso de la finalidad misma a la que el preacuerdo de suscripción responde. A veces las consecuencias del incumplimiento habrán sido determinadas por las partes de manera expresa y precisa en el momento de la conclusión del preacuerdo, pero en otras ocasiones

---

(*vid.* ALFARO, *Interés social y derecho de suscripción preferente*, *cit.*, p. 125, nota 218, citando el caso de la ampliación de capital de Banesto llevada a cabo en el año 1993).

<sup>262</sup> En Alemania, y como alternativa al recurso de los bancos o de los sindicatos de emisión, se ha difundido en la práctica la técnica de la "oferta pública de precontratos de suscripción" (*vid.* A. ROJO, "El acuerdo de aumento", *cit.*, p. 353, nota 35), según la cual antes de adoptar el acuerdo de aumento la sociedad ofrece al público inversor la posibilidad de suscribir acciones a emitir en el futuro en virtud de un aumento del capital. Con esta finalidad, la sociedad concluye con los inversores interesados un precontrato de suscripción, por el que el inversor se obliga a suscribir un determinado número de acciones en el momento en que éstas sean emitidas (U. BLAUROCK, "Der Vorvertrag zur Zeichnung von Aktien", en *Festschrift für Fritz Rittner zum 70. Geburtstag*, München, 1991, p. 35; KRIEGER, *Münchener Kommentar*, *cit.*, § 56, marginal 102). La validez de tales precontratos está, no obstante, condicionada al cumplimiento de lo prescrito en el § 187 AktG, el cual sólo permite el aseguramiento de derechos de suscripción sobre nuevas acciones a condición de respetar el derecho de suscripción preferente de los accionistas (*vid.* HEFERMEHL/BUNGEROTH, *AktG Kommentar*, *cit.*, § 187, marginales 7 y ss.). Los negocios sobre promesas de acciones son también objeto de regulación en el Derecho francés. La Ley prohíbe dicha negociación a menos que se trate de acciones a emitir con ocasión de un aumento del capital social de una sociedad anónima admitida a cotización en bolsa de valores. En este caso, la negociación de estas promesas sólo es válida si se efectúa bajo la condición suspensiva de la realización del aumento del capital, condición que se presumirá *iuris et de iure* a falta de indicación expresa (art. L. 228-10 del *Code de Commerce* francés).

será labor del intérprete determinar el efecto presuntamente querido por aquéllas al configurar la relación prenegocial y el grado de vinculación surgido entre ellas de cara a la conclusión del futuro negocio. Así, no es extraño que en muchos casos el incumplimiento del compromiso de suscribir futuras acciones sólo genere obligación de indemnizar los daños y perjuicios causados a la sociedad, esto es, al cumplimiento por equivalente, lo que, evidentemente, no elimina los efectos que la falta de suscripción de las acciones ya emitidas tendrá en relación con la eficacia jurídica de la operación de aumento del capital acordada<sup>263</sup>. En otros, el contenido y las circunstancias que rodean al preacuerdo de suscripción pueden llevar a entender que el mismo constituye un auténtico “precontrato” de suscripción, y no un mero acuerdo de intenciones. Si es así, quizá sea posible reconocer a la sociedad el derecho a exigir un cumplimiento específico, de modo que una vez acordado el aumento del capital y emitidas las nuevas acciones, estará en condiciones de obligar judicial o extrajudicialmente al “promitente” a adquirir y desembolsar el número de acciones a que se comprometió antes de la adopción del acuerdo de aumento<sup>264</sup>. En este caso, queda eliminado el riesgo de la suscripción incompleta.

En nuestro país, la doctrina civilista ha destacado las dificultades que muchas veces en la práctica se presentan a la hora de distinguir en una concreta relación prenegocial lo que sólo son tratos preliminares de la verdadera promesa de contrato o precontrato. A este fin no ayuda tampoco el contenido del Código civil, que regula la figura del precontrato sólo parcialmente y de forma indirecta, sin ofrecer adecuadamente las bases para una construcción dogmática del mismo y de sus consecuencias fuera del supuesto regulado de la promesa de venta o de

---

<sup>263</sup> El *quantum* indemnizatorio sólo alcanzará el interés negativo, esto es, los gastos que se han realizado en atención al negocio proyectado, pero no resultará probablemente comprendido en aquél el lucro cesante o costes de oportunidad (DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 279-280).

<sup>264</sup> La facultad de las partes para exigir el cumplimiento del contrato proyectado ha sido destacada en relación con el precontrato de sociedad. Así se ha indicado, que “si la promesa no se cumple de manera voluntaria, debe entenderse que el cumplimiento es susceptible de ejecución forzosa, en cuyo caso el juez puede sustituir al promitente rebelde en la celebración del contrato ante notario y embargarle los bienes objeto de la aportación prometida” (M<sup>a</sup> I. SÁEZ LACAVE, *La sociedad mercantil en formación*, Madrid, 2001, p. 51).

compra<sup>265</sup>. La distinción entre precontrato y meros tratos preliminares tiene, sin embargo, gran trascendencia. Mientras que de la ruptura de los tratos preliminares —si es injustificada— sólo podrá, en su caso, derivarse una responsabilidad precontractual concretada en la obligación de indemnizar los daños y perjuicios causados a la otra parte que confió razonablemente en la futura conclusión del negocio proyectado<sup>266</sup>, el incumplimiento de un precontrato faculta a la parte *in bonis* a exigir de la otra el cumplimiento del contrato proyectado y no una mera indemnización de daños y perjuicios: el precontrato genera una responsabilidad por incumplimiento de carácter contractual susceptible de ejecución específica que puede ser impuesta coactivamente por un juez<sup>267</sup>. En efecto, aunque no es menester adentrarnos en la compleja red de posturas mantenidas respecto de la naturaleza y efectos del denominado *precontrato*, conviene indicar que frente a aquellas opiniones que, por razón de su manera de construir dogmáticamente la figura del precontrato (un contrato por virtud del cual las partes se obligan a celebrar posteriormente el contrato definitivo) han venido negando la posibilidad de imponer coactivamente su cumplimiento específico<sup>268</sup>, en la actualidad un relevante sector de la doctrina civilista que podría calificarse de mayoritario, siguiendo la tesis elaborada en su día por el Profesor DE CASTRO<sup>269</sup>, sostiene la

---

<sup>265</sup> Vid. art. 1451 del Código civil; *cfr.* art. 2932 del *Codice civile* italiano, que de forma más genérica establece que si el que se ha obligado a concluir un contrato no cumple con su obligación, la otra parte, si es posible y no resulta excluido por el convenio existente, puede obtener una sentencia que produzca los efectos del contrato no concluido.

<sup>266</sup> Vid. A. MANZANARES, "La responsabilidad precontractual en la hipótesis de ruptura injustificada de las negociaciones preliminares", *ADC*, 1984, p. 687 y ss.).

<sup>267</sup> Vid. en relación con esta distinción y sus consecuencias, entre otros, A. ROMÁN GARCÍA, *El precontrato*, Madrid, 1982, p. 364 y ss. y p. 184 y ss.; M<sup>a</sup> P. GARCÍA RUBIO, *La responsabilidad precontractual en el Derecho español*, Madrid, 1991, p. 125 y ss.; M. ALONSO PÉREZ, "La responsabilidad precontractual" *RCDI*, 1971, p. 870.

<sup>268</sup> Esta conceptualización del precontrato como contrato que obliga a las partes a la conclusión de otro contrato —el contrato definitivo— constituye la tesis tradicional o clásica sostenida mayoritariamente por la doctrina hasta la segunda mitad del siglo XX. Según esta tesis, si la obligación que nace del precontrato es la de emitir un nuevo consentimiento contractual, esta obligación (por ser una declaración de voluntad y, por ello, un hacer personalísimo) no puede imponerse coactivamente en caso de que alguna de las partes se niegue a cumplirla voluntariamente (*vid.*, un resumen del contenido de esta postura y de las críticas efectuadas por ROMÁN GARCÍA, *El precontrato*, *cit.* p. 93 y ss.; Díez-Picazo, *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 305 y ss.; J.L. LACRUZ BERDEJO y otros, *Elementos de Derecho Civil*, II, vol. 1<sup>o</sup>, 2<sup>a</sup> ed., revisada por J. Delgado Echevarría, Madrid, 2000, p. 387 y ss.).

<sup>269</sup> F. DE CASTRO, "La promesa de contrato", *ADC*, 1950, p. 1133 y ss. El Profesor DE CASTRO, en crítica a las posturas doctrinales más consolidadas en aquél momento, sostuvo que el precontrato no podía comprenderse conceptualmente como un contrato en el que las partes se obligan a su vez a celebrar un futuro contrato (el contrato definitivo). A su juicio, "la promesa de contrato no obliga a una nueva oferta, a una nueva aceptación, ni a un nuevo consentimiento contractual" (*últ. op. cit.*, p. 1172-1173), sino que contiene en sí misma el contrato querido por las partes, con la peculiaridad de que ambas partes (o una de ellas) se reservan la facultad de exigir

posibilidad de ejecución específica de las obligaciones surgidas del precontrato, legitimando al juez para sustituir la voluntad del promitente rebelde<sup>270</sup>. En cualquier caso, no hay que ver en la ejecución específica de lo prometido la única consecuencia jurídica del incumplimiento del precontrato, sino que dicho incumplimiento podrá resolverse también en una simple indemnización de daños y perjuicios, por lo que la decisión entre ambos resultados muchas veces dependerá de la interpretación de la voluntad de las partes y del contenido del propio contrato<sup>271</sup>.

La figura del precontrato de suscripción en el marco de una operación de aumento del capital presenta, con todo, ciertas dificultades que proceden en gran medida de la distribución de competencias entre los

---

en un momento posterior la puesta en vigor del contrato proyectado. El precontrato es, pues, un instrumento apto para satisfacer ciertas necesidades del tráfico en la medida en que permite posponer con garantías la vigencia de un contrato, ya que mediante el mismo "los contratantes, de mutuo acuerdo hacen o aceptan un proyecto de contrato y convienen —de mutuo acuerdo también— en que ambos se obligan a que el contrato proyectado tenga eficacia plena en el momento en que lo exija la parte (o partes) a la que se le concede esta facultad" (*últ. op. cit.*, p. 1168). La no necesidad de prestar un nuevo consentimiento contractual para la puesta en vigor del contrato proyectado (cuyos elementos esenciales deben estar ya determinados en el precontrato o, al menos, ser determinables sin necesidad de un nuevo acuerdo) es lo que permite la ejecución forzosa cuando alguno de los obligados en virtud del precontrato se niegue a cumplir voluntariamente lo prometido (*últ. op. cit.*, p. 1182 y ss.). Desde este punto de vista, el precontrato constituye sólo una fase de un "iter contractual de formación sucesiva" en la que la relación jurídica surgida a raíz del precontrato se desenvuelve en dos fases: por un lado, la fase en que se concluye la promesa de contrato, que genera ya desde ese momento una vinculación contractual junto con la facultad de exigir su puesta en funcionamiento en el futuro; por otro, la fase en que se ejercita esa facultad de exigir, produciéndose entonces la entrada en vigor del contrato proyectado sin que sea necesario emitir para ello un nuevo consentimiento (*últ. op. cit.*, p. 1169).

<sup>270</sup> Entre muchos otros, DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 316 y ss., con un análisis crítico de las más importantes tesis ensayadas, LACRUZ BERDEJO, *Elementos de Derecho Civil*, II-1º, *cit.*, p. 392 y ss. y la doctrina por él citada; M. ALBALADEJO, *Curso de Derecho Civil español*, II, Madrid, 1984, p. 249; A. ROMÁN GARCÍA, *El precontrato*, *cit.*, p. 111-127; M. ALONSO PÉREZ, "La responsabilidad precontractual", *RDCI*, 1971, p. 871; en el ámbito del precontrato de sociedad mercantil, SÁEZ LACAVE, *La sociedad mercantil en formación*, *cit.*, p. 51. En la jurisprudencia no se distingue una línea clara, de modo que junto a sentencias que corroboran esta última opinión doctrinal (por ejemplo, STS de 25-6-1993, Ar. 5384, STS de 8-2-1996, Ar. 864, y con relación a un hipotético precontrato de sociedad, STS de 3-6-1998, AC, 1998, nº 39, R. 991), otras mantienen una postura diversa (STS de 24-7-1998, en AC, 1998, nº 45, R. 1143), si bien la razón de que se haya negado el cumplimiento forzoso específico derivado de un precontrato en favor de una simple indemnización de daños y perjuicios reside en bastantes ocasiones en una inadecuada distinción de lo que son meros tratos preliminares de los que es un auténtico precontrato, invocando este última figura cuando en realidad los hechos manifestaban solamente la existencia de los primeros (así, STS de 16-12-1976, STS de 30-10-1988, citadas por GARCÍA RUBIO, *La responsabilidad precontractual*, *cit.*, p. 128-129).

<sup>271</sup> ROMÁN GARCÍA, *El precontrato*, *cit.*, p. 191; GARCÍA RUBIO, *La responsabilidad precontractual*, *cit.*, p. 129; LACRUZ BERDEJO, *Elementos de Derecho civil*, II-1º, *cit.*, p. 390-391; analizando el tema desde una perspectiva procesal, A. MONTÓN REDONDO, "Los pactos precontractuales y la exigencia judicial de su cumplimiento. Algunas sugerencias para la reforma del artículo 1451 del Código Civil", *La Ley*, 1990-3, p. 991 y ss.).

órganos de la sociedad. El precontrato de suscripción será celebrado entre un determinado sujeto —socio o tercero— y los administradores como representantes de la sociedad. Sin embargo, la efectividad del precontrato dependerá de que lleguen a emitirse las acciones, hecho que, salvo en el caso del aumento autorizado, dependerá únicamente de la voluntad soberana de la Junta general, expresada, en este caso, mediante la adopción del correspondiente acuerdo de aumento del capital social<sup>272</sup>. El problema se presentará si la Junta general no llega a acordar el aumento, ya que se comprende que la voluntad soberana de la Junta general no puede resultar condicionada ni constreñida en la adopción de aquel acuerdo por la existencia de tales precontratos de suscripción celebrados por los administradores y determinados terceros o socios<sup>273</sup>. Así, mientras que una vez acordado el aumento del capital la sociedad podría exigir al socio o tercero con el que se celebró el precontrato de suscripción la realización de los actos necesarios para poder ejecutar la ampliación de acuerdo a lo pactado (en particular el desembolso de las acciones “presuscritas”), por el contrario, el socio o tercero, como mucho, sólo podrá exigir a los administradores que propongan a la Junta la ampliación del capital en la forma y cuantía necesarias para cumplir con el contenido del precontrato y convoquen la Junta general, pero, a pesar de la existencia del precontrato, no podrán exigir a la Junta que adopte el acuerdo de aumento del capital y que excluya o limite en la medida necesaria el derecho de suscripción de los antiguos accionistas.

La existencia de este inconveniente para la plena efectividad del precontrato no es obstáculo, sin embargo, para admitir la utilización de la figura del precontrato con el fin de asegurar la suscripción de un aumento del capital. Por un lado, la doctrina ha indicado que la promesa de contrato puede tener carácter bilateral o sólo unilateral. En el primero de los casos el precontrato atribuye recíprocamente a ambas partes la facultad de exigir el cumplimiento del contrato proyectado. En el segundo, dicha facultad puede haber sido atribuida solamente a una de ellas, quedando en su mano la opción de exigir la puesta en funcionamiento del

---

<sup>272</sup> Salvo que se trate de sociedades cotizadas y los administradores actúen al amparo del instrumento técnico del capital autorizado, la intervención de la Junta para acordar el aumento del capital será siempre necesaria en estos casos, puesto que, por lo general, será necesario excluir el derecho de suscripción preferente de los accionistas a fin de destinar las nuevas acciones a las personas con las que se concluyó el precontrato de suscripción (*cfr.* art. 159 LSA).

<sup>273</sup> Esta es la razón de que en Alemania la Ley declare ineficaces frente la sociedad los pactos de presuscripción celebrados con terceros antes de la adopción del acuerdo de aumento (§ 187.2 AktG). El fundamento reside en la necesidad de proteger el derecho de suscripción de los antiguos accionistas, la libertad de decisión de la Junta general (tanto en lo que se refiere a la adopción misma del acuerdo de aumento, como a la exclusión del derecho de suscripción preferente), y a la sociedad misma frente a eventuales reclamaciones indemnizatorias por incumplimiento por parte de aquellos terceros. No obstante, en la práctica tales compromisos previos se realizan, pudiendo dar lugar a una responsabilidad por daños frente a los terceros de los administradores de la sociedad (*vid.*, HEFERMEHL/BUNGEROTH, *AktG Kommentar*, *cit.*, § 187, marginales 19 y ss.).

contrato, obligando a la otra parte a pasar a la condición de deudora<sup>274</sup>. Sobre esta base, el precontrato de suscripción quedaría configurado como un precontrato de naturaleza unilateral en favor de la sociedad. Así, en virtud del precontrato de suscripción los administradores de la sociedad, una vez acordado el aumento, podrían exigir del acreedor la prestación prometida, mientras que este último no podría exigir de la sociedad la emisión de las acciones, aunque sí, creemos, solicitar su adjudicación en los términos previamente pactados después de que la Junta general haya acordado la ampliación del capital y la consiguiente emisión de las nuevas acciones. Pero, además, es aceptado que el propio precontrato puede quedar sometido a condición suspensiva o resolutoria<sup>275</sup>. Por ello, con independencia de su caracterización como unilateral o bilateral, el precontrato de suscripción podría también entenderse sometido a la condición suspensiva de que la Junta general de accionistas emita efectivamente las acciones y excluya el derecho de suscripción<sup>276</sup>.

---

<sup>274</sup> Así, por ejemplo, *vid.* DE CASTRO, "La promesa de contrato", *cit.*, p. 1170 y ss.

<sup>275</sup> DE CASTRO, "La promesa de contrato", *cit.*, p. 1176.

<sup>276</sup> Entre la doctrina ha sido posible encontrar alguna opinión que parece encajar la relación que surge entre la sociedad y los acreedores a raíz de las negociaciones celebradas antes del acuerdo de aumento por compensación de créditos en la figura del precontrato sometido a condición. Así, F.J. ALONSO ESPINOSA, ("Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital", CDC, 1990, nº 8, p. 87) estima que "(E)sta negociación ha de tender a la aceptación por éstos de la obligación de suscribir las acciones emitidas por la sociedad a tal fin —esto es, para ser suscritas y desembolsadas con cargo a sus créditos— a condición que la Junta general de la misma acuerde el necesario aumento del capital junto con la exclusión del derecho de suscripción preferente que correspondería a los accionistas (art. 159.1 LSA), acuerdo este que supone el consentimiento de la sociedad al canje negociado por los administradores". Esta condición no sería nula por puramente potestativa (*cfr.* art. 1115 del Código civil), ya que aunque, a la postre, el acreedor queda vinculado en virtud del precontrato con la sociedad misma, el ente social actúa en cada momento a través de órganos distintos: el órgano de administración como encargado de la conclusión material del precontrato y la Junta general de accionistas como encargada de emitir, en su caso, las correspondientes acciones. La situación tiene también algún parecido con la que tiene lugar en el caso del lanzamiento de una OPA cuya contraprestación consiste en nuevas acciones a emitir. En relación con esta clase de OPA, algunos autores ya sostuvieron, antes de la legitimidad expresa otorgada a esta práctica por el vigente RD 1197/1991, de 26 de julio sobre régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores (art. 10), que partiendo de la competencia del órgano de administración para formular la oferta y de la necesidad de que el acuerdo de emisión sea adoptado por la Junta general, la oferta de adquisición debía entenderse sometida a la condición de la adopción de este último acuerdo, condición que no sería potestativa pura al quedar diferenciados en el seno de la persona jurídica el órgano oferente (los administradores) y el órgano emisor (la Junta general). No obstante, la formulación de la oferta así condicionada obligaría a los administradores a realizar todos los actos necesarios para que la condición pueda llegar a cumplirse (*vid.*, fundamentalmente, A. ROJO, "Dictamen sobre oferta pública de adquisición de acciones", en VV.AA. *La OPA del Banco de Bilbao. Documentos y dictámenes jurídicos*, Madrid, 1987, p. 151 y ss.; M. OTERO LASTRES, "Dictamen sobre la validez de una OPA bancaria por canje en la que se ofrecen títulos a emitir", p. 182 y ss., en *La OPA del Banco de Bilbao. Documentos y dictámenes jurídicos*, Madrid, 1987). Este compromiso de los administradores de no actuar de modo contradictorio en relación con la Junta general que ha de acordar la ampliación del capital necesaria a fin de emitir los valores que se ofrecen en contraprestación es conforme a la Ley vigente una obligación legal (art. 11.4 RD 1197/1991). En relación con el asunto que nos ocupa

De otra parte, la existencia antes del acuerdo de aumento de un vínculo entre la sociedad y algún socio o tercero del que emane para éstos el deber de *desembolsar* las nuevas acciones que se emitan, puede encontrar su fundamento también en otra figura distinta. Así, y sin necesidad de recurrir a la figura del precontrato, no existe, en principio, obstáculo alguno para negar la eficacia de un verdadero contrato de suscripción celebrado antes del aumento del capital que tenga como objeto, precisamente, las futuras acciones que se vayan a emitir a raíz de tal aumento<sup>277</sup>. Naturalmente, por la misma razón antes aludida de distribución de competencias entre los órganos sociales, este contrato de suscripción sobre futuras acciones debe quedar sometido a la condición suspensiva de que la Junta general adopte el correspondiente acuerdo de aumento de capital que da lugar a la emisión de las acciones<sup>278</sup>.

---

(los precontratos de suscripción celebrados antes de un aumento del capital), la misma obligación de convocar la Junta y proponer el aumento del capital de acuerdo a lo pactado recae sobre los administradores tras la conclusión del precontrato. No obstante es dudoso que esta obligación sea susceptible de ejecución forzosa específica en caso de incumplimiento voluntario, solicitando, por ejemplo, a la autoridad judicial la convocatoria de la Junta general. Por un lado, es indicativo que el mencionado RD 1197/1991 de OPAs sólo hable de las responsabilidades por los perjuicios ocasionados en que pudieran incurrir los administradores si la emisión de los correspondientes valores por la Junta no llega a producirse o no se produce en los términos previstos (art. 11.4). Por otro lado, la convocatoria judicial de la Junta se encuentra prevista en la Ley sólo para el caso de que lo soliciten un número de socios que representen, al menos, el cinco por ciento del capital social, y ha de entenderse, por ello, que es un instrumento excepcional. Por esta razón, probablemente a lo único que pueda aspirar el socio (que no alcance el cinco por ciento del capital) o tercero firmante del precontrato ante el incumplimiento de los administradores de su obligación contractual de convocar la Junta es al ejercicio contra ellos de una acción individual de responsabilidad (en caso de que tal incumplimiento hubiese producido una "lesión de su interés" —*vid. art. 135 LSA*—).

<sup>277</sup> El contrato sobre cosa futura, admisible en nuestro Derecho en virtud del artículo 1.271 del Código Civil, puede ser definido como aquel contrato que recae sobre cosas que en el momento de su celebración no tienen una existencia actual pero que pueden llegar a existir en un momento posterior o futuro (DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 201). La validez de un acto de suscripción de acciones aún no emitidas puede defenderse si se contempla este acto desde la perspectiva de su relación de especie a género con la figura del contrato sobre cosa futura puesto que las acciones que se suscriben, si bien no existen todavía en ese momento pueden llegar a existir si la Junta general acuerda el aumento del capital.

<sup>278</sup> La validez de esta figura ha sido defendida en relación con el fenómeno de los desembolsos a cuenta de un futuro aumento del capital o aumentos de capital con desembolso anticipado (así, CABANAS TREJO/MACHADO PLAZAS, *Aumento de capital y desembolso anticipado*, *cit.*, p. 62 y ss.). Además, respecto de los contratos sobre cosa futura en el ámbito del Derecho común, la doctrina ha distinguido entre aquellos contratos de ejecución incondicionada, en los que una de las partes asume el riesgo de que la cosa no llegue a existir, y los contratos cuya eficacia queda en suspenso y que sólo se ejecutarán si la cosa esperada llega a tener una existencia real (*vid. DÍEZ-PICAZO, Fundamentos*, I, *cit.*, p. 203-204), categoría esta última en la que cabría encajar el contrato de suscripción de futuras acciones. El contrato sobre cosa futura genera además para los contratantes la obligación de realizar todas las actividades necesarias para que la cosa llegue a existir. Por esta razón, como ya sostuvimos en relación con la figura del precontrato de suscripción, los administradores de la sociedad quedarán obligados respecto de los



---

acreedores a convocar la Junta general que haya de decidir la ampliación del capital y a redactar la propuesta de aumento con arreglo a los términos pactados con los acreedores.

## **CAPÍTULO TERCERO**

### **LA DISCIPLINA JURÍDICA APLICABLE A LA SUSCRIPCIÓN INCOMPLETA**

## I. LAS CONSECUENCIAS JURÍDICAS DE LA SUSCRIPCIÓN INCOMPLETA DEL AUMENTO DEL CAPITAL EN EL ARTÍCULO 161 DE LA LEY DE SOCIEDADES ANÓNIMAS

Dejando de lado los efectos económicos derivados de la falta de cobertura del aumento del capital y también las consecuencias colaterales, de distinta naturaleza, que esta circunstancia puede provocar sobre la posición corporativa de los socios y sobre otras operaciones sociales conectadas, legal o voluntariamente, a la ampliación<sup>279</sup>, el capítulo que ahora se inicia tiene por objeto el análisis de lo que son, propiamente, las *consecuencias jurídicas* derivadas de la suscripción incompleta del aumento del capital. Estas *consecuencias* constituyen, en rigor, el *efecto* o *efectos* que establece la norma jurídica que regula dicha circunstancia para el caso de que acaezca el supuesto de hecho descrito en la misma.

En relación con dichas *consecuencias jurídicas*, la lectura del texto del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas permite deducir las siguientes ideas básicas:

a) En primer lugar, la norma, a la hora de determinar la situación jurídica resultante del hecho de la falta de cobertura del aumento del capital, se ha limitado a indicar de qué manera influye dicha circunstancia sobre la posibilidad de realizar, todavía, la ampliación del capital social con la correspondiente modificación de los Estatutos sociales. Las consecuencias legales que la norma asocia al supuesto de hecho de la suscripción incompleta se integran, así, en el marco más general de la eficacia o la ineficacia de los negocios jurídicos, calificación ésta —la de negocio jurídico— que, sin duda, merece tanto el proceso complejo de la ampliación del capital social, como gran parte de los singulares actos que lo componen.

---

<sup>279</sup> Vid. *supra* Capítulo 1º, II, 2.

b) En segundo lugar, que, en sentido estricto, el acto jurídico directamente afectado por las consecuencias previstas en la norma es el *acuerdo de aumento* del capital. Lo afectado por la ineficacia no son, pues, sólo los singulares actos de suscripción y desembolso realizados, sino, sobre todo, el acto jurídico que constituye la génesis de la operación de aumento, y sin el cuál esta concreta modificación estatutaria no puede llevarse a cabo.

c) En tercer lugar, que, como ya se sabe, la norma no establece una única consecuencia que deba aplicarse ineludiblemente en caso de acaecimiento del supuesto de hecho, sino que permite a las partes implicadas optar entre dos consecuencias alternativas dispuestas según el binomio "regla general-excepción": la ineficacia del aumento acordado o la eficacia del mismo por la cuantía suscrita. En este sentido la norma entra de lleno en la conocida dialéctica de la ineficacia total y la ineficacia parcial de los negocios jurídicos.

### **1. La calificación de las consecuencias jurídicas de la suscripción incompleta del aumento dentro del ámbito de la eficacia y la ineficacia negocial**

1. El análisis de las consecuencias legales de la suscripción incompleta del aumento del capital exige, antes de nada, determinar qué calificación jurídica merecen a la vista del modo en que aquellas consecuencias aparecen descritas en la norma. Más allá del interés —si se quiere formal— por encontrar una denominación precisa para los fenómenos que tienen transcendencia en el mundo del Derecho, la calificación de los mismos es importante, sobre todo, a los fines de identificar el marco jurídico de referencia en la búsqueda de las soluciones a las cuestiones que esos hechos o situaciones puedan plantear.

2. Según se ha avanzado, la lectura del precepto que nos ocupa conduce a insertar las consecuencias derivadas del supuesto de hecho normativo en el ámbito general de la *eficacia* o la *ineficacia negocial*. En primer lugar, la subsunción de la operación de aumento del capital dentro de la amplia categoría

de los negocios jurídicos —concretamente, dentro de los negocios jurídicos patrimoniales— no ofrece demasiadas dudas, hasta el punto de que puede afirmarse que la cuestión es hoy incontrovertida. La operación de aumento constituye un proceso o procedimiento integrado por una sucesión de actos jurídicos que se encuentran presididos por el principio de la autonomía privada y que tienden a conseguir un resultado o efecto con el que se crean relaciones y situaciones jurídicas nuevas (así, cuando la ampliación del capital lleva consigo un incremento del número de socios) y/o una modificación de las preexistentes<sup>280</sup>.

---

<sup>280</sup> La cuestión es obvia y no requiere mayor detenimiento (*vid. supra* Capítulo 1º, I, 3.) Ciertamente es que en relación con la operación de aumento del capital social, la Ley disciplina de manera imperativa una parte importante del contenido, del *modus operandi* y de los efectos de esta operación societaria, limitando, así, la capacidad de los sujetos en la regulación de las situaciones derivadas de la misma. Pero esta reducción del ámbito de autonomía privada por efecto de normas imperativas no es un impedimento absoluto para afirmar la naturaleza negocial de la operación y de la mayor parte de los actos que la componen. Se trataría, en todo caso, de uno de los muchos negocios *normados*, en los que la Ley establece de un simple límite a la autonomía privada en la reglamentación del contenido del negocio (un límite legal) dentro de los márgenes previstos por el artículo 1255 del Código Civil. Así, no es extraño encontrar en la literatura jurídica española y extranjera la calificación de la suscripción de las nuevas acciones como un "contrato" (contrato de suscripción), calificación esta que en algunos Ordenamientos ha recibido refrendo legal (*cfr.* art. L. 225-143 del *Code de Commerce* francés). Si acaso quizá la duda sobre la naturaleza negocial, o, más precisamente, contractual, existe en relación con la suscripción de las nuevas acciones realizada en ejercicio del derecho de suscripción preferente. Entre nuestra doctrina, se ha sostenido que aunque el ejercicio del derecho de suscripción por el socio frente a la sociedad tiene carácter negocial (en cuanto supone una declaración de voluntad que produce efectos jurídicos), para la sociedad misma el ofrecimiento y adjudicación de las nuevas acciones a los socios constituye un acto debido, que no es fruto de la libre decisión de aquélla (SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, *cit.*, p. 238: "...la llamada oferta de suscripción no tiene naturaleza negocial porque vive al margen de la autonomía privada que el campo de acción específico del negocio jurídico"). Este último dato impide ver en la suscripción de acciones realizada por el socio en ejercicio del derecho de suscripción preferente un verdadero contrato (un contrato que se perfecciona según el esquema contractual típico mediante el cruce de la "oferta" y de la "aceptación"), salvo que se apele a la doctrina de los llamados contratos forzosos, respecto de los que, en general, se niega su naturaleza de auténticos contratos (SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, *cit.*, p. 238-240, citando en relación con este último aspecto a Díez-Picazo, "Los llamados contratos forzosos", *cit.*, p. 85).

Bien es verdad que la suscripción de acciones realizada en ejercicio del derecho de suscripción preferente presenta algunas especialidades que la hacen en parte diferente de la suscripción de acciones realizada al margen de este derecho (*v. gr.*: la suscripción de acciones realizada por un tercero o por un socio en respuesta a una oferta pública realizada por la sociedad previa exclusión del derecho de suscripción o sobre las nuevas acciones no absorbidas por los socios o cesionarios en ejercicio de aquél derecho), y respecto de la que no existen, a nuestro juicio, dificultades relevantes para negar su carácter contractual. La suscripción de acciones en ejercicio del derecho de suscripción preferente constituye el ejercicio de un derecho potestativo que se encuentra en el patrimonio de los antiguos accionistas y que genera la sujeción de la sociedad en cuanto a la adjudicación de las nuevas acciones a los titulares de ese derecho. Pero, con todo, quizá sea exagerado negar de manera absoluta la existencia de autonomía privada de al

En segundo lugar, dentro de este contexto negocial, afirmar que las consecuencias jurídicas de la suscripción incompleta del aumento se sitúan en el terreno de la eficacia y la ineficacia se deduce con claridad del tenor literal de la norma. Por un lado, el precepto determina en qué condiciones la falta de íntegra suscripción permite todavía aumentar el capital (art. 161.1 LSA); por otro, establece ciertas previsiones (la restitución de aportaciones a los suscriptores y la publicidad a través del Boletín Oficial del Registro Mercantil) para el caso de que el aumento “quedara sin efecto por suscripción incompleta” (art. 161.2 LSA). Como es sabido, en el ámbito del Derecho civil, los teóricos del negocio jurídico definen los conceptos de eficacia o ineficacia en estrecha conexión con los *efectos* o consecuencias que el negocio está llamado a producir. Así, en sentido amplio o genérico, la *eficacia* constituye el término que designa el hecho de la producción de los efectos legales y de los efectos reglamentados por las partes en relación con un negocio, mientras que el negocio que no puede producir efectos, es decir, que no puede dar lugar a la creación, modificación o extinción de la situación o relación jurídica a cuyo fin se celebró, es sinónimo de negocio

---

sociedad como parte de la relación jurídica que se entabla con los titulares del derecho de suscripción preferente en el contexto de la operación de aumento del capital. Respetado el contenido normativo, la sociedad goza todavía de un amplio margen de libertad para configurar el contenido de ese ofrecimiento a los accionistas y de una libertad absoluta para realizar el propio acto de ofrecimiento. Quiere decirse con ello que en ningún momento la Ley impone a la sociedad aumentar el capital y constituir nuevas relaciones jurídicas sobre las nuevas acciones emitidas (ámbito éste —el de la *constitución forzosa*, en la que es el Estado el que impone a los sujetos privados la constitución de una relación jurídica privada— al que, sobre todo, se circunscribe la discutida categoría de los *contratos forzados*, *vid.*, DÍEZ-PICAZO, “Los llamados contratos forzados”, *cit.*, p. 106 y ss.). El aumento del capital social tiene siempre carácter voluntario y en ningún caso la sociedad está obligada a aumentar el capital social (ROJO, “El acuerdo de aumento”, *cit.*, p. 2343). Otra cosa distinta es que si la sociedad desea aumentar el capital y emitir nuevas acciones (decisión, insistimos, de carácter absolutamente voluntario para aquélla), debe primero ofrecerlas a sus antiguos accionistas en proporción al capital representado por cada uno de ellos. A nuestro juicio, este ofrecimiento “debido” evidencia un grado mínimo de “forzosidad”, que da lugar, todo lo más, a un simple límite del ámbito de autonomía privada de la que disfruta la sociedad (*vid.* DÍEZ-PICAZO, “Los llamados contratos forzados”, *cit.*, p. 90, para quien han de quedar fuera de los mencionados contratos “forzados” —porque la restricción es mínima—, las situaciones en las que a una persona que es libre de contratar o no, se le impone, si se decide a contratar, hacerlo con una persona determinada, tal y como ocurre con los derechos de tanteo y retracto; en similar sentido, J. LÓPEZ SANTAMARÍA, “El contrato forzoso o impuesto”, *RDP*, 1975, p. 497; *vid.* también, LACRUZ BERDEJO, *Elementos de Derecho Civil*, I, vol. 3º, *cit.*, p. 137), teniendo en cuenta, además, que la sociedad, con el cumplimiento de los requisitos legales (art. 159 LSA), puede llegar a excluir el derecho de suscripción preferente.

*ineficaz*<sup>281</sup>. Este aspecto impeditivo de la producción de efectos es el que ha permitido contemplar la ineficacia como juicio de valor o sanción impuesta por el Ordenamiento jurídico: la ineficacia constituye la consecuencia —consistente en la privación de los efectos previstos por la Ley y/o por las partes— con que el Ordenamiento sanciona la desarmonía o el desajuste entre el negocio tal y como la Ley ha previsto que sea y el negocio tal y como ha sido en llevado a cabo en la realidad<sup>282</sup>.

Así, no parece aventurado entender que cuando el artículo 161.2 de la Ley de Sociedades Anónimas establece que el aumento *queda sin efecto* por suscripción incompleta, de manera indirecta, está calificando dicha consecuencia jurídica como *ineficacia* del negocio que esta operación representa. La ineficacia

---

<sup>281</sup> Vid. CARIOTA FERRARA, *El negocio jurídico*, cit., p. 272; BETTI, *Teoría general del negocio jurídico*, cit., p. 348; J. L., DE LOS MOZOS, *El negocio jurídico*, Madrid, 1987, p. 560. En la esfera del Derecho privado, los términos de eficacia e ineficacia constituyen categorías conceptuales genéricas sobre las cuales se ha construido la teoría relativa, tanto a la falta de virtud o aptitud de los actos y negocios jurídicos para producir los efectos que en cada caso les son propios, como a la pérdida de tales efectos. Con estos términos se alude genéricamente al hecho de que el acto o negocio pueda o no desplegar en el mundo de la realidad jurídica las mutaciones —sea cual sea su clase y contenido (de creación, declaración, modificación, extinción, etc... de situaciones o relaciones jurídicas)— que esa reglamentación autónoma está llamada a producir según su propia naturaleza (DÍEZ-PICAZO, "Eficacia e ineficacia" cit., p. 810). Así, se considera negocio ineficaz "aquél al que cualquier obstáculo o defecto impide que despliegue sus naturales consecuencias", siendo, por contra, un negocio eficaz aquél que es "apto para producir los efectos que le corresponden según la regla negocial" (DE CASTRO, *El negocio jurídico*, cit., p. 462; en parecidos términos, aunque acotada la definición a los contratos propiamente dichos, DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, cit., p. 423). De estas definiciones se infiere que la correlación entre eficacia/producción de efectos, e ineficacia/falta de efectos no es absoluta, ya que (según se verá en relación con el tema que nos ocupa) puede darse la paradoja de que un negocio eficaz carezca de efectos y de que un negocio ineficaz, sin embargo, produzca ciertos efectos y (vid. DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, cit., p. 387 y ss., y p. 424 y ss.; MESSINEO, *Il contratto in genere*, cit., p. 53). En rigor, "...la ineficacia negocial se predica únicamente, respecto de los efectos queridos por el autor o las partes del negocio o, si se prefiere, respecto del conjunto de efectos típicos, normales o que potencial y tendencialmente derivarían del mismo (efectos negociales), y no respecto de los efectos que el ordenamiento jurídico vincula al negocio ineficaz (efectos no negociales)" o de los que el negocio produzca en el mundo de la realidad fáctica (C. GÓMEZ DE LA ESCALERA, *La nulidad parcial del contrato*, Madrid, 1995, p. 18).

<sup>282</sup> DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, cit., p. 452 y 453, y ya antes en "Eficacia e ineficacia", cit. p. 821 y ss. donde el autor ya ponía de manifiesto la necesidad de distinguir entre aquellas irregularidades negociales sancionadas con la ineficacia de aquellas otras para las que el ordenamiento viene a establecer otro tipo de sanción; vid. también, en relación con la vertiente sancionadora de la ineficacia, por ejemplo, CARIOTA FERRARA, *El negocio jurídico*, cit., p. 271.

equivale aquí a la imposibilidad de obtener el resultado perseguido por la sociedad al iniciar la operación de aumento y que es propio de esta operación: la modificación estatutaria consistente en la elevación de la cifra del capital social. Y tampoco, en fin, parece difícil advertir en esta solución legal el carácter *sancionador* implícito en la ineficacia negocial: la ineficacia del aumento del capital constituye la consecuencia general prevista por la Ley para *sancionar* —en el sentido amplio más del término— la desarmonía o desajuste que se produce entre el aumento del capital tal y como había sido aprobado en el acuerdo social adoptado por el órgano competente, y el aumento del capital tal y como puede ser llevado a cabo en la realidad una vez ejecutado aquel acuerdo<sup>283</sup>.

## **2. El acuerdo de aumento como acto de la operación de aumento del capital directamente afectado por las consecuencias jurídicas de la suscripción incompleta**

1. Partiendo de que la norma que examinamos sitúa las consecuencias jurídicas de la suscripción incompleta en el contexto de la eficacia o ineficacia de la ampliación del capital, es necesario precisar que dentro de los diferentes actos de los que se nutre el aumento del capital como operación jurídica compleja, aquella norma ha hecho recaer directa y expresamente esas consecuencias legales sobre el *acuerdo social de aumento* (*vid.* art. 161.2 LSA: “(S)i el *acuerdo de aumento* del capital social quedara sin efecto por suscripción incompleta de las acciones emitidas...”), y sólo indirectamente sobre el resultado al que se dirige la operación jurídico-societaria de aumento del capital, esto es, sobre la situación jurídica que pretende crearse o modificarse (la modificación del los Estatutos sociales mediante la elevación de la cifra del capital social). Esta precisión normativa es destacable porque, con excepción del Derecho portugués (que, de

---

<sup>283</sup> Para algunos autores, a veces, la invalidez del negocio, más que una *sanción*, constituye una simple *disciplina normativa*, es decir, responde sólo a meras consideraciones de oportunidad y de adecuación que el legislador ha elaborado (así, J. DELGADO ECHEVERRÍA, en M. Albaladejo (dir.), *Comentarios al Código Civil y Compilaciones forales*, XVII, vol. 2º, Madrid, 1981, p. 234). A nuestro juicio, esta perspectiva sobre la naturaleza jurídica de la ineficacia, permite explicar el concreto supuesto de ineficacia presente en el citado artículo 161 de una manera más adecuada que el recurso al fenómeno de la sanción, salvo que se entienda ésta en términos muy laxos.



manera muy similar a la norma española, sanciona específicamente con la falta de efectos al *acuerdo de aumento* de la Junta general o a la *resolución* de los administradores en caso de aumento de capital autorizado)<sup>284</sup>, tanto la Segunda Directiva (art. 28), como las normas que han transpuesto su contenido a otros Ordenamientos jurídicos se expresan en términos algo diferentes, que parecen indicar que las consecuencias de la falta de íntegra suscripción del aumento recaen, no tanto sobre el acuerdo, sino más bien sobre la ejecución del mismo o, al menos, sobre su resultado<sup>285</sup>.

2. Lejos de ser meramente retórica, esta puntualización del artículo 161 tiene repercusiones de orden práctico importantes. Partiendo de que la *operación de aumento* es una operación *bifásica* que se estructura en una fase deliberativa (adopción del preceptivo acuerdo social) y una fase ejecutiva (conjunto de actos que, conforme a lo acordado, van dirigidos a conseguir el resultado perseguido por la sociedad), se ha puesto de relieve la necesidad de diferenciar entre el *acuerdo de aumento* y esta concreta *operación* jurídica: si bien se trata de actos y conceptos estrechamente interrelacionados —en cuanto que el primero forma parte del segundo— a la vez, la posibilidad de considerarlos de manera independiente permite sostener que el *acuerdo de aumento del capital social es presupuesto necesario de la operación de aumento*<sup>286</sup>. Así, mientras que es

---

<sup>284</sup> Cfr. artículo 457.1 del Código de Sociedades Comerciales portugués; vid. VENTURA, *Alterações do contrato de sociedade*, cit., p. 172-173.

<sup>285</sup> Ni la Segunda Directiva ni los preceptos sobre suscripción incompleta presentes en otros Derechos hablan de ineficacia del acuerdo de aumento para definir las consecuencias derivadas de aquella circunstancia, sino que utilizan expresiones más genéricas tales como "el capital se aumentará" (art. 28 de la Segunda Directiva; art. 2439 II *Codice civile* italiano; art. 34.5 *in fine* del Código de Comercio belga) o "el aumento del capital se realizará" (art. L.225-134 del *Code de Commerce* francés). Por otro lado, no puede dejar de indicarse que, dentro del Ordenamiento español, la norma paralela que regula el aumento incompleto en las sociedades de responsabilidad limitada tampoco proyecta directamente —o, al menos no de forma clara— las consecuencias jurídicas sobre el acuerdo de aumento: el artículo 77 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada establece que, en caso de desembolso incompleto, el capital quedará aumentado en la cuantía desembolsada "salvo que en el acuerdo se hubiera previsto que el *aumento quedara sin efecto* en caso de desembolso incompleto".

<sup>286</sup> ROJO, "El acuerdo de aumento", cit., p. 2342.

posible la existencia de un acuerdo de aumento sin operación de aumento (v. gr.: un acuerdo de aumento que todavía no se ha comenzado a ejecutar o cuya ejecución se encuentra en suspenso), no puede existir una operación de aumento sin acuerdo de aumento.

3. Sobre la base de esta distinción, se comprende que el hecho de que el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas haya proyectado de manera específica la consecuencia jurídica de la ineficacia sobre el acuerdo de aumento, significa que lo que queda privado de efectos no es sólo el conjunto de actos que integran la fase de ejecución, sino también, y sobre todo, el propio acuerdo social de aumento como acto de carácter necesario que inicia y legitima la apertura de la fase de ejecución. La importancia de esta idea reside en que la ineficacia del acuerdo de aumento no sólo lleva consigo la ineficacia de los posteriores actos de ejecución (algo que confirma la norma al obligar a la restitución de las aportaciones a los suscriptores), sino que, además, impide que pueda repetirse la ejecución de aquel acuerdo, dado que ésta no podría sostenerse sobre la existencia de un acuerdo ya declarado ineficaz *ex lege*. De ahí que si la sociedad desea todavía aumentar el capital, es decir, concluir la *operación de aumento*, el órgano competente deberá necesariamente adoptar un nuevo acuerdo de aumento<sup>287</sup>.

---

<sup>287</sup> Distinto hubiera sido, en cambio, que la norma que analizamos se hubiera expresado en otros términos que permitieran dejar fuera del ámbito sobre el que se proyecta la consecuencia de la falta de efectos el acuerdo de aumento como acto independiente, por ejemplo, haciendo recaer aquella consecuencia directamente sobre los actos de ejecución o sobre el *resultado* de la *operación* de aumento. En este caso, a pesar de lo dudoso del tema, quizá pudiera defenderse el mantenimiento de la validez del acuerdo social como acto autónomo, aun cuando la falta de íntegra suscripción de las acciones emitidas hubiera hecho fracasar su ejecución e imposibilitado la obtención del resultado. Ciertos problemas de orden práctico e incluso ciertos impedimentos de orden legal pueden, sin embargo, dificultar la tesis de la validez del acuerdo —y de la consiguiente posibilidad de volver a ejecutar el mismo— a pesar del fracaso de la ejecución por causa de la suscripción incompleta. En la medida en que se mantenga la validez del acuerdo seguirá pesando sobre los administradores el deber de proceder a su ejecución, deber que seguiría subsistiendo hasta lograr realizar con éxito la misma o hasta la revocación del primitivo acuerdo por el mismo órgano que lo adoptó. Tratándose de un aumento del capital ordinario, los administradores, ante la sospecha de no poder concluir finalmente la operación de aumento ni tan siquiera con un segundo o ulterior intento, o ante la pérdida del interés que en su momento motivó la adopción del acuerdo, deberían convocar a la Junta General a fin de proceder a aquella revocación. Por esta razón creemos que al hacer recaer la consecuencia de la falta de efectos sobre el propio acuerdo de

### 3. La dualidad "regla general-excepción" en la configuración normativa de las consecuencias jurídicas: la dialéctica entre la ineficacia total y la ineficacia parcial del aumento del capital

1. El artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas no asocia una única consecuencia jurídica al supuesto de hecho de la suscripción incompleta del aumento del capital. Siguiendo el modelo del artículo 28 de la Segunda Directiva, el precepto establece dos soluciones antagónicas y alternativas estructuradas según el binomio "regla general-excepción": la *regla general* está constituida por la ineficacia del acuerdo de aumento, y la *excepción* por la eficacia del mismo, excepción que entrará en juego *sólo* cuando la sociedad haya previsto *expresamente* esta posibilidad (art. 161.1 LSA)<sup>288</sup>.

2. Conviene precisar que, aunque cierto, lo dicho no es todavía absolutamente exacto. En rigor, no puede afirmarse que dicha consecuencia *excepcional* se identifica, sin más, con la eficacia del acuerdo de aumento, ya que podría hacer pensar que, en los casos en los que se aplica la excepción, el acuerdo queda eficaz en todos sus términos y en todo su contenido, es decir, que la incompleta suscripción de las acciones emitidas en virtud del acuerdo de aumento no constituye un obstáculo para llevar a los Estatutos sociales el incremento de la cifra del capital social según lo previsto en ese acuerdo. No es necesario insistir en que el principio imperativo e inderogable de la íntegra

---

aumento la Ley ha venido simplemente a confirmar lo que ya parecía deducirse del sistema: el "agotamiento" del acuerdo de aumento con el primer intento de ejecución y la imposibilidad de abrir una nueva fase de ejecución sobre el mismo acuerdo.

<sup>288</sup> Aunque la relación entre la regla general de la ineficacia y la excepción de la eficacia no se deduce de manera directa de la expresión legal, no es difícil llegar a esta conclusión mediante el argumento *a contrario*. El hecho de que en la redacción literal de la norma se utilicen los adverbios "sólo" y "expresamente", acentúa el carácter excepcional que tiene la posibilidad de que la ampliación del capital pueda realizarse a pesar de no haber sido íntegramente suscrita, y permite deducir entonces *a sensu contrario* que la consecuencia normal o natural que se deriva de esta circunstancia (la que se aplica por defecto en caso de silencio de la sociedad emisora) es la ineficacia absoluta del aumento. En este aspecto norma española ha copiado con gran fidelidad el contenido del artículo 28 de la Segunda Directiva, en el que se emplean idénticos términos (*vid.*, sobre el significado de los mismos en relación a las posibilidades interpretativas de la norma comunitaria, TARANTINO, "Aumento di capitale non integralmente sottoscritto", *cit.*, p. 601 y ss.).

suscripción del capital impide efectuar esta interpretación, y resaltar de nuevo que este principio ha sido tenido en cuenta por el artículo 161 cuando, a la hora de establecer la consecuencia jurídica que constituye la excepción, indica que en caso de suscripción incompleta “el capital se aumentará en la cuantía de las suscripciones efectuadas...”. Por esta razón, la consecuencia jurídica que actúa como regla general se identifica con la *ineficacia total* del acuerdo de aumento, y la excepción, todo lo más, con la *eficacia parcial* del mismo, lo que —visto desde el lado opuesto— equivale a decir que en caso de suscripción incompleta el acuerdo de aumento quedará, como mucho, *parcialmente ineficaz*.

3. Desde esta perspectiva, no es difícil advertir —como ya hemos señalado— que la norma entra de lleno en la conocida dialéctica, que se suscita en un plano más general, de la ineficacia total o la ineficacia parcial del negocio jurídico. Dentro de este contexto, el problema que regula dicha norma se refiere al *alcance atribuible a la eventual ineficacia del aumento del capital como operación jurídica* por causa de la falta de íntegra suscripción de la cifra del aumento, y, por consiguiente, a la dialéctica entre la comprensión del aumento del capital como una operación jurídica susceptible de admitir una eficacia sólo parcial (esto es, que el aumento del capital pueda ser realizado eficazmente sólo en una parte respecto del total de la cuantía acordada), o como una operación respecto de la cuál no cabe aceptar dicha eficacia parcial<sup>289</sup>.

### **3.1. Breves ideas en torno a la discusión sobre la ineficacia total o parcial del negocio jurídico**

1. En el ámbito de la teoría general del negocio jurídico, la discusión sobre la

---

<sup>289</sup> La reconducción del problema de la suscripción incompleta del aumento del capital a la más amplia discusión sobre la ineficacia total o parcial de los negocios jurídicos no es un ejercicio simplemente retórico. Aunque en el Derecho español, su interés práctico está reducido debido a la existencia de un precepto específico que regula el problema, hay que recordar que en el Derecho alemán —a falta de una norma dedicada directa y específicamente a la suscripción incompleta del aumento del capital social— la doctrina ha recurrido al § 139 del BGB (que regula la alternativa entre nulidad total o parcial del negocio jurídico) para solucionar este problema (*vid. supra* Capítulo 1º, IV, 1.3., en nota).

ineficacia total o parcial se sustenta sobre la base de la existencia de un vicio o irregularidad apto para invalidar una parte del negocio. Como se sabe, el núcleo del problema reside en determinar si ante una irregularidad, ilegalidad o vicio que afecta sólo a una parte del negocio o contrato y que, por virtud de una norma, lleva aparejada como sanción algún tipo de ineffecticia, debe declararse ineficaz sólo esa parte conservando la eficacia del resto del negocio o, por el contrario, debe decretarse la ineffecticia del negocio en su totalidad. Frente a la ineffecticia total del negocio, que se caracteriza por la no producción, en absoluto, de los efectos jurídicos negociales que le son propios, en la ineffecticia parcial "...el negocio produce los efectos proyectados por las partes, pero no los produce en toda su plenitud o integridad, o de un modo completo o total, sino sólo en parte o con una menor extensión de la prevista por las partes o autor del negocio al tiempo de su celebración"<sup>290</sup>.

A diferencia de lo que acontece en otros sistemas jurídicos, el Derecho español no dispone de una norma general de solución del conflicto<sup>291</sup>. Aunque

---

<sup>290</sup> GÓMEZ DE LA ESCALERA, *La nulidad parcial*, cit., p. 36.

<sup>291</sup> Aunque no son los únicos Ordenamientos jurídicos que contienen una norma general de solución de la dialéctica entre la nulidad parcial o total, es clásica la cita de los Derechos alemán e italiano, en cuanto representativos de dos soluciones contrapuestas. El § 139 del BGB establece que cuando una parte del negocio es nula, es nulo todo el negocio, a menos que pueda suponerse que el mismo se habría también celebrado sin la parte nula. Este parágrafo ha sido interpretado como una norma que establece una valoración de la voluntad hipotética de las partes sobre la ineffecticia total o parcial del negocio, decantándose por la ineffecticia total si no se demuestra que las partes hubieran concluido el negocio aun sin la parte nula (W. FLUME, *El negocio jurídico. Parte general del Derecho Civil* (trad. al esp.), Madrid, 1998, p. 678-681). El artículo 1419 del *Codice civile* italiano indica que la nulidad parcial de un contrato o la nulidad de cláusulas aisladas comporta la nulidad de todo el contrato si resultara que los contratantes no lo habrían concluido sin la parte de su contenido aquejada de nulidad. A pesar de la evidente contraposición, ambos sistemas tienen en común el que la solución aplicable al caso concreto debe pasar por la previa indagación sobre la voluntad de las partes, invirtiéndose, no obstante, la presunción y la carga de la prueba: en el Derecho alemán se presume la voluntad contraria a la nulidad parcial, debiendo probar la parte que pretenda conservar el negocio que el mismo hubiera sido igualmente concluido sin la parte nula (la prueba no es, sin embargo, determinante por sí sola de la decisión a favor o en contra de la nulidad parcial, FLUME, *El negocio jurídico*, cit., p. 681); en el italiano se presume la voluntad favorable a la eficacia parcial, cargando con la prueba quien pretenda la nulidad total (vid. la obra clásica de G. CRISCUOLI, *La nullità parziale del negozio giuridico*, Milán, 1959, especialmente, p. 59 y ss.). Muy cercana a la solución normativa italiana es la presente en el artículo 292 del Código civil portugués, que establece que la nulidad o anulabilidad parcial no determina la ineffecticia del negocio entero, salvo que se pruebe que éste no hubiera sido celebrado

son muchos los supuestos concretos en los que la Ley opta de manera expresa a favor de la ineficacia parcial<sup>292</sup>, no parece que los mismos, por sí solos, sean suficientes para extraer un principio o regla de aplicación unívoca al resto de supuestos en los que la disyuntiva pueda plantearse<sup>293</sup>. Esta indefinición legislativa ha hecho que los autores prosigan en el intento de encontrar dicha solución general, sobre la base de identificar los fundamentos materiales que pueden sustentar dicha solución sobre la base de una u otra hipótesis.

2. Lógicamente, para que la hipótesis de la ineficacia parcial sea viable ha de darse un presupuesto previo: que en el caso de un negocio concreto pueda aislarse el mal en una de sus partes, es decir, que el negocio tenga una estructura que lo haya divisible<sup>294</sup>. Aquí, la *divisibilidad* implica que el negocio puede escindirse en varias porciones, cada una de las cuales es autónoma, en el sentido de que podría, en teoría, existir por sí sola y mantenerse como negocio jurídico válido<sup>295</sup>, o, dicho de otra manera, que "hubiera podido pactarse por sí

---

sin la parte viciada. Por lo demás, un repaso del tratamiento del tema en los principales Ordenamientos jurídicos puede verse en M. RUIZ MUÑOZ, *La nulidad parcial del contrato y la defensa de los consumidores*, Valladolid, 1993, p. 37-97.

<sup>292</sup> Por ejemplo, entre otros preceptos, los artículos 641, 737, 767, 786, 794, 1260, 1476 y 1691 del Código Civil.

<sup>293</sup> Así, entre otros, J. ALFARO, *Las condiciones generales de la contratación*, Madrid, 1991, p. 340; RUIZ MUÑOZ, *La nulidad parcial*, cit., p. 101-102;

<sup>294</sup> Algunos autores han intentado definir lo que significa el término "parte" en este contexto. Estos autores coinciden en este término ha de ser entendido en sentido *cuantitativo* respecto del contenido preceptivo del negocio (entre otros, vid. BETTI, *Teoría general del negocio jurídico*, cit., p. 360; CARIOTA FERRARA, *El negocio jurídico*, cit., p. 300), por lo que quedan fuera de esta discusión los casos en que un vicio o irregularidad afecta por completo a uno de los elementos que integran el supuesto de hecho negocial (ej.: objeto de la prestación). CARIOTA FERRARA pone un ejemplo: queda al margen de la solución que se quiera dar a la ineficacia parcial, cuando en un negocio bilateral queda inexistente o inválida toda la declaración de voluntad de una de las partes, porque, sencillamente, la otra no puede ya tener valor. En los contratos plurilaterales, por el contrario, la parte puede ser incluso un elemento del supuesto de hecho en su integridad con tal de que el mismo se contenga dentro de los márgenes de la declaración de voluntad de una de las partes (*op. loc. ult. cit.*).

<sup>295</sup> FLUME, *El negocio jurídico*, cit., p. 673.

sola<sup>296</sup>. Así, en los últimos años, el tema de la ineficacia total y parcial ha sido estudiado en su mayor parte en relación con los contratos compuestos de varias cláusulas o estipulaciones<sup>297</sup> (especialmente en el ámbito de la contratación a través de condiciones generales), en los que el contenido admite una fragmentación de la reglamentación negocial y una consideración autónoma de cada una de esas cláusulas o condiciones. En este ámbito, el estudio ha estado dirigido, como se sabe, a la búsqueda de técnicas que permitan la conservación del contrato sin la cláusula nula, o por vía de sustitución o integración de ésta<sup>298</sup>. Pero no sólo en el ámbito de los contratos con varias cláusulas puede, eventualmente, tener aplicación la hipótesis de la ineficacia sólo parcial. También negocios dotados de una sola disposición —es decir, negocios no compuestos formalmente de un “clausulado” en sentido estricto— pueden en teoría admitir una ineficacia parcial cuando por su propia naturaleza o configuración sean negocios escindibles o divisibles, ya en lo que se refiere a su contenido objetivo (divisibilidad de la prestación u objeto del negocio), ya en lo que se refiere a su contenido subjetivo (en caso de negocios plurilaterales o cuando la parte o las partes que en él intervienen está integrada por varias personas<sup>299</sup>), o incluso ya en relación con otros elementos presentes en el mismo, hablándose, en estos

---

<sup>296</sup> ALFARO, *Las condiciones generales*, cit., p. 405, nota 184.

<sup>297</sup> Así, para GÓMEZ DE LA ESCALERA (*La nulidad parcial*, cit., p. 70 y ss.) y M. PALOMEQUE LÓPEZ, (*La nulidad parcial del contrato de trabajo*, Madrid, 1995, p. 101), “parte” a estos efectos son exclusivamente cada una de las reglas de conducta o mandatos de voluntad establecidos por los contratantes, y a los que se les denomina, indistintamente, cláusulas, condiciones, pactos o estipulaciones (cfr. al respecto, ALFARO, *Las condiciones generales*, cit., p. 345 y ss.). Por eso, entienden aquellos autores que la nulidad parcial no podrá llegar ni siquiera a plantearse cuando el contenido del contrato sea simple, es decir, cuando se componga de una única cláusula o regla negocial.

<sup>298</sup> Vid., la STS de 18 de marzo de 1998 (AC, 1998, nº 23, R. 641) que declaró que un acuerdo social de sociedad anónima en cuyo contenido figuraban varios acuerdos sobre diferentes asuntos, podía ser nulo sólo en relación el acuerdo viciado, siempre que pueda llegarse a la conclusión de que el resto se hubieran tomado igualmente aún prescindiendo de la parte nula.

<sup>299</sup> Así, al tratar de acotar el sentido de “parte” a efectos de la aplicación del § 139 BGB, FLUME (*El negocio jurídico*, cit., p. 672) destaca que si a uno o a ambos lados intervienen varias personas en la celebración del negocio, la declaración negocial de cada uno de los intervinientes es una “parte”.

casos, de la "reducibilidad" del negocio o de "reducción conservadora de la validez"<sup>300</sup>.

El tema de la divisibilidad o indivisibilidad de un negocio precisa de alguna matización. En general, del hecho de que una norma jurídica establezca la ineficacia total de un negocio ante un determinado vicio invalidante de una parte del mismo, no cabe deducir sin más que el negocio sea por su propia naturaleza o configuración estructural indivisible o inescindible, es decir, que su contenido negocial no admita *per se* particiones en sus elementos objetivos o subjetivos. La indivisibilidad de un negocio puede tener su fuente tanto en la propia naturaleza o configuración del negocio (o del elemento o cláusula viciados), como en la voluntad de las partes, o también, en fin, en una específica disposición legal. Ésto significa que aunque bajo una sanción de ineficacia parcial dispuesta por la Ley se encuentra un negocio *natural* o *estructuralmente divisible*, por el contrario, detrás de una ineficacia total establecida legalmente puede haber un negocio *naturalmente* indivisible —en cuyo caso la sanción legal constituye sólo la expresión de lo que ya, de por sí, exige el negocio—, o bien un negocio divisible. En estos últimos casos, la opción legal en favor de la ineficacia total manifiesta muchas veces una concreta opción de política legislativa orientada a proteger un determinado interés o a conjurar un peligro de orden genérico (v. gr.: fraude de ley). Dicho de otro modo, los términos de divisibilidad o indivisibilidad están referidos a la *aptitud* o *susceptibilidad* de un negocio —y ante una causa de ineficacia que afecta a una determinada parte del mismo— para admitir una ineficacia sólo parcial. Pero ésto es independiente de la solución por la que luego opte una norma jurídica o una resolución judicial a la hora de resolver el caso concreto.

3. Distintos de los presupuestos que deben concurrir para poder declarar la ineficacia sólo parcial en un caso concreto son los criterios a tener en cuenta a la hora de optar por una u otra solución. Lógicamente, en la medida en que la ineficacia constituye una consecuencia impuesta por una norma jurídica para sancionar los supuestos de infracción de la misma, el respeto a la imperatividad

---

<sup>300</sup> DE CASTRO, *El negocio jurídico*, p. 492; y en relación con la reducción o nulidad parcial de una cláusula, ALFARO, *Las condiciones generales*, cit., p. 403 y ss. (el autor no encuentra ninguna diferencia entre ambos conceptos). En estos casos, se trata de conservar el acuerdo o estipulación nula, pero reducida en la medida necesaria para respetar la supremacía de la norma infringida (v. gr.: cláusulas que establecen intereses excesivamente elevados que superan el tope normativo). Vid., por lo demás, en relación con el amplio espectro de supuestos negocialmente susceptibles de admitir una ineficacia parcial A. GÓMEZ-MARTINHO FAERNA, "La nulidad parcial de los negocios jurídicos", en A. de la E. Martínez Radlo (dir.), *Estudios de Derecho Privado*, I, Madrid, 1962, p. 356-357; M<sup>a</sup> L. MARÍN PADILLA, *El principio general de conservación de los actos y negocios jurídicos*, Barcelona, 1990, p. 105 y ss.



normativa exige estar lo que dicha norma disponga —expresa o implícitamente— sobre la posibilidad de que los efectos ablativos no se extiendan a todo el contenido del negocio. Si, como a veces ocurre, la norma no permite deducir, ni siquiera de manera implícita, una solución determinada, los autores consideran que, incluso en este caso, debe agotarse aún el criterio normativo, efectuando una interpretación finalista de esa norma para encontrar la solución que mejor se acomode a la *ratio* de la misma<sup>301</sup>. Ahora bien, el problema mayor se presenta cuando la finalidad de la norma no ayuda a decidir entre la ineficacia parcial y la total. Ha sido dicho al respecto que, abstractamente consideradas, ambas soluciones —ineficacia total e ineficacia parcial— son posibles<sup>302</sup>. Y, ante esta disyuntiva, la doctrina considera que la opción por una u otra solución exige prestar atención a tres diferentes principios: el principio de conservación del negocio (*utile per inutile non vitiatur*), el principio de economía jurídica —que tiende a evitar el coste de celebración de un nuevo contrato a fin de obtener unos resultados que todavía pueden alcanzarse con el anterior a pesar de la ineficacia de una de sus partes— y, fundamentalmente, el principio de la autonomía privada. En efecto, partiendo de que el negocio jurídico es siempre expresión de la voluntad de unos determinados sujetos y que la declaración de nulidad de una parte del mismo puede convertirlo *de facto* en un negocio distinto a aquél que fue concluido, se hace ineludible el respeto a la voluntad —expresa, o, en su defecto, presumible— de las partes, pues, en definitiva, sólo ellas pueden valorar en qué medida el negocio es apto aún para cumplir con el fin o propósito práctico que inspiró su celebración. Dicho de forma somera, se sancionará con la ineficacia sólo parcial, conservando el negocio en lo restante, si de alguna manera —considerado el contrato en su conjunto y la organización de intereses dispuesta por los contratantes— puede llegar a inferirse que las partes lo habrían concluido igualmente sin la parte *nula*, de acuerdo siempre con la buena fe y el justo

---

<sup>301</sup> Así, sobre todo, ALFARO, *Las condiciones generales*, cit., p. 337; GOMÉZ DE LA ESCALERA, *La nulidad parcial*, cit., p. 81-82; vid. también, DÍEZ PICAZO, *Fundamentos*, II, cit., p. 481.

<sup>302</sup> DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, cit., p. 436 y p. 455.

equilibrio entre las contraprestaciones<sup>303</sup>.

El problema se agudiza cuando no sea posible identificar ese fin o propósito práctico y conocer si, efectivamente, las partes hubieran contratado sin la parte nula. Ante esto, la doctrina se ha afanado por encontrar una regla residual, sin que la postura goce de unanimidad. Así, para unos, —y bajo el argumento de que el respeto a la autonomía privada impide imponer una reglamentación contractual mutilada en cuanto que ésta ya no es autónoma— la ineficacia total debe ser la regla y la ineficacia parcial la excepción, de modo que “a menos que se demuestre que las partes quisieron o hubieran querido el contrato sin la parte nula, la nulidad debe ser total”, debiendo soportar la carga de probar la voluntad de conservación quien sostenga esta pretensión<sup>304</sup>. Para otros, la consideración

---

<sup>303</sup> Por todos, ALFARO, *Las condiciones generales*, cit., p. 339. La doctrina ha intentado superar las teorías más subjetivistas en la búsqueda de la voluntad presunta o hipotética de las partes en pro de una objetivación de la misma. Esta objetivación se realiza, generalizadamente, atendiendo al fin o propósito práctico al que responde el negocio. Así, se sostiene que la ineficacia parcial podrá declararse sólo cuando la ineficacia de esa parte no impida que el negocio pueda seguir cumpliendo la función económico social o el propósito práctico tenido en cuenta por las partes en el momento de su conclusión (vid. DE CASTRO, *El negocio jurídico*, cit., p. 493-494; DíEZ-PICAZO, “Eficacia e ineficacia”, cit., p. 829; A. M<sup>a</sup> LÓPEZ FRÍAS, “Clases de nulidad parcial del contrato en el Derecho español”, ADC, II, 1990, p. 863; MARÍN PADILLA, *El principio general de conservación*, cit., p. 105-110 y p. 115-117; y, sobre todo, RUIZ MUÑOZ, *La nulidad parcial del contrato*, cit., p. 130-139). Según lo expuesto, la búsqueda de la voluntad de las partes se realizará sólo cuando de la propia Ley no pueda deducirse (expresa o implícitamente) la solución a seguir, pero no cuando la norma opta por una u otra. Así, opinión minoritaria es la de quienes consideran que incluso en los casos en los que la propia Ley declara la ineficacia total, cabe investigar la voluntad de las partes y admitir, si esta voluntad no falta, la validez del negocio en la parte no viciada (GÓMEZ-MARTINHO FAERNA, “La nulidad parcial”, cit., p. 361).

<sup>304</sup> DíEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, cit., p. 456, el autor parece, de este modo, superar sus propias conclusiones manifestadas en anteriores escritos, donde expresaba una opinión favorable al principio de la ineficacia parcial (vid., “Eficacia e ineficacia”, p. 829). Igualmente, LACRUZ BERDEJO (*Elementos de Derecho civil*, I, vol. 3º, cit., p. 259), considera que la regla de la ineficacia total cuando no se conozca la voluntad hipotética de las partes es la más acorde con el sistema del Código civil español; no obstante, vid. J. DELGADO ECHEVERRÍA (en *Comentarios al Código civil y Compilaciones forales*, cit., p. 289, quien en anteriores publicaciones, parecía optar por un criterio general favorable a la ineficacia meramente parcial. En esta línea parece pronunciarse también RUIZ MUÑOZ (*La nulidad parcial*, cit., p. 138-139) cuando afirma que: “...el contrato se conserva hasta el extremo en el cual no es posible alcanzar a saber cuál es el fin práctico perseguido por las partes [...]. De tal manera que, si esa parte esencial (cuantitativa o cualitativamente) del contrato no puede ser descubierta o determinada, sólo en ese caso el contrato decaerá. La esencialidad o no, viene dada, como venimos repitiendo, por la posibilidad o no de alcanzar el fin práctico perseguido por las partes [...]”.

de los principios de conservación del negocio y de economía jurídica como principios informadores del Derecho español, justifica la presunción favorable a la ineficacia parcial como constitutiva de una regla general, siendo necesario demostrar por quien pretenda la ineficacia total la inexistencia de voluntad referida a la parte del negocio que permanece válida<sup>305</sup>. Otros, en fin, entienden que no es posible en nuestro Derecho extraer un principio general favorable o contrario a la ineficacia parcial, de modo que el Juez "ha de decidirse por mantener la validez del resto o declarar la nulidad total en función de cuál de ambas respuestas considere que respeta mejor la voluntad de las partes."<sup>306</sup>

### **3.2. El aumento del capital como operación jurídica escindible o inescindible**

Dentro de este ámbito general, el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas acoge uno de los variados supuestos en los que la Ley opta de manera expresa por declarar la ineficacia total del negocio ante la concurrencia de una circunstancia, en teoría, susceptible de afectar sólo a una parte del mismo. Como ya se ha indicado al señalar la estructura "regla general-excepción" presente en la determinación legal de las consecuencias jurídicas, la única particularidad que tiene esta opción legislativa en el caso presente (y que no es frecuente en las normas paralelas situadas en otros contextos) es que la propia norma deja a las partes la posibilidad de optar por la ineficacia parcial bajo el cumplimiento de ciertos requisitos<sup>307</sup>. Cabe afirmar, en consecuencia, que el aumento del capital

---

<sup>305</sup> Vid. M. ALBALADEJO, "Ineficacia e invalidez del negocio jurídico", *RDP*, 1958, p. 615, opinión que sigue manteniendo en obras más recientes (vid. *Derecho Civil. Introducción y parte general*, I, vol. 1º, Madrid, 1989, p. 479); A. GORDILLO CAÑAS, "Nulidad parcial del contrato con precio ilegal", *ADC*, 1975, p. 183 y p. 204; LÓPEZ FRIAS, "Clases de nulidad parcial", *cit.*, p. 864; y, sobre todo, PALOMEQUE LÓPEZ, *La nulidad parcial del contrato de trabajo*, *cit.*, p. 56 y ss.; y GÓMEZ DE LA ESCALERA, *La nulidad parcial*, *cit.*, p. 83-85.

<sup>306</sup> Vid. ALFARO, *Las condiciones generales*, *cit.*, p. 341.

<sup>307</sup> Ciertamente es que el supuesto de hecho que desencadena la ineficacia (total o parcial) del acuerdo de aumento es diferente de los que se tienen en cuenta en el contexto de la ineficacia (total o parcial) del negocio jurídico, en los que la circunstancia que da lugar a la sanción es una irregularidad o vicio del negocio. En el marco de la suscripción incompleta no puede hablarse, en

social constituye una operación negocial dotada de una configuración estructural que la hace *naturalmente* escindible en lo que se refiere a la cuantía del mismo (es decir, susceptible de admitir una ineficacia parcial), pero que, en el ámbito de la sociedad anónima, aparece como *legalmente* indivisible en defecto de previsión expresa en contrario.

### 3.2.1. La escindibilidad *natural* del aumento del capital

A esta caracterización del aumento del capital como negocio *naturalmente escindible* no se llega sólo por la razón obvia de que la propia norma presupone esa divisibilidad natural por el hecho de permitir —aunque sólo como excepción— la ineficacia parcial en caso de suscripción incompleta. Al margen de este argumento formal, la misma conclusión puede alcanzarse si se observa la operación de aumento del capital desde diferentes perspectivas que atienden a su propia configuración o estructura interna, tanto en el aspecto subjetivo, como en el objetivo.

A) Desde una perspectiva *subjetiva*, es decir, teniendo en cuenta el entramado de sujetos partícipes en el negocio, se dice que son negocios susceptibles de admitir una ineficacia parcial tanto los negocios plurilaterales —en lo que se refiere al vínculo negocial relativo a cada una de las partes—, como los negocios unilaterales o bilaterales subjetivamente complejos, en los que la parte o partes que en él intervienen están formadas por varias personas (ineficacia subjetivamente parcial). En estos supuestos, “cuando la causa determinante de la ineficacia recae o afecta únicamente a uno de los sujetos o personas que actúan

---

sentido estricto, de irregularidad o defecto invalidante de una parte del negocio, puesto que no se trata tanto de que una determinada parte de la suscripción de la emisión esté aquejada de un vicio, como de que ni tan siquiera ha llegado a efectuarse dicha suscripción. El problema que impide la total eficacia del aumento aparece ya en la fase genética o de formación del negocio, y no en la fase posterior, como, por ejemplo, ocurriría si se contemplara hipotéticamente el caso de una o varias declaraciones de suscripción ya realizadas pero no válidas (v. gr.: por falta de causa, o por la existencia de un vicio del consentimiento). Aún así, las consecuencias vienen a ser las mismas en ambos casos: el negocio —en nuestro caso, el acuerdo de aumento del capital— no puede desplegar todos los efectos, o, al menos, no en toda su extensión, queridos por las partes en el momento de su celebración.

en el negocio, de modo que separándose del negocio el sujeto afectado por la causa de ineficacia, el negocio puede seguir cumpliendo la función para la que se celebró (con la misma extensión o con otra distinta), respecto de los demás sujetos o partes del mismo<sup>308</sup>. Así, en el aspecto de la estructura subjetiva, no es difícil ver en la operación de aumento del capital un ejemplo de esta categoría de negocios divisibles. Con excepción de los casos muy especiales en los que el aumento del capital involucra únicamente a la sociedad y a otro sujeto, la ejecución del acuerdo de aumento implica un llamamiento por la sociedad emisora dirigido una pluralidad de sujetos jurídicamente independientes entre sí (socios o no) con el fin de colocar las nuevas acciones. Esta caracterización del aumento del capital como un negocio subjetivamente complejo subsiste en los diferentes puntos de vista desde los que cabe considerar la naturaleza de la operación. La complejidad subjetiva existe, ya si se considera que los vínculos generados entre la sociedad y la masa de suscriptores dan lugar a un negocio plurilateral no muy diferente del que se origina en el momento constitutivo de la sociedad, ya si se entiende que la sociedad emisora constituye una de las partes del negocio —la parte oferente—, siendo la otra parte —la parte aceptante— el conjunto plural de suscriptores. También la misma complejidad subjetiva existe, en fin, si se ve en esta operación un conjunto de negocios independientes entre sí surgidos por razón de la suscripción de las nuevas acciones y celebrados entre la sociedad, por un lado, y cada uno de los suscriptores por otro<sup>309</sup>.

---

<sup>308</sup> Vid. GÓMEZ DE LA ESCALERA, *La nulidad parcial*, cit., p. 43.

<sup>309</sup> Habrá quien vea en este conjunto de negocios de suscripción un fenómeno reconducible o asimilable al complejo de negocios coligados. Por negocios coligados se entiende, básicamente, un conjunto de negocios formal o conceptualmente independientes, pero ligados entre sí por una relación funcional o teleológica —instituida por la voluntad de las partes— y dirigidos, por ende, a lograr una especie de “superefecto” común (L. Díez-PICAZO/A. GULLÓN BALLESTEROS, *Sistema de Derecho civil*, I, 9ª ed., Madrid, 2001, p. 475). Algo parecido es lo que ocurre si se ve en la suscripción del aumento del capital un conjunto de contratos individuales (contratos de suscripción), cada uno de ellos celebrado entre la sociedad —por una parte— y el suscriptor —por otra—. A pesar de su independencia formal, cabe pensar que entre todos ellos existe una cierta interconexión, que viene dada por su incardinación causal en una operación compleja común dirigida a lograr un resultado que trasciende al resultado propio de cada contrato autónomamente considerado: la modificación de los Estatutos sociales, consistente, en este caso, en la elevación del capital social en la cifra acordada y en la consiguiente ampliación objetiva y —a veces— también subjetiva del contrato de sociedad. Pero, incluso en el terreno de los contratos coligados

B) El carácter *naturalmente* escindible del aumento del capital también se aprecia observando la operación desde la perspectiva del *objeto* del negocio. Como es sabido, el tema del objeto del negocio ha sido estudiado casi exclusivamente en el ámbito contractual, y en su consideración de elemento o requisito esencial del contrato según lo dispuesto en el artículo 1261 del Código Civil: al lado del consentimiento contractual y la causa, este precepto hace depender la existencia del contrato de la existencia de un "objeto cierto que sea materia de contrato".

Aunque son muchas las teorías ensayadas en torno al concepto de *objeto* como elemento del contrato, quizá la definición más útil desde un punto de vista práctico y la que mejor engloba la múltiple variedad de supuestos reconducibles a este concepto genérico, es la que considera que objeto del contrato es "la realidad sobre la cual el contrato, en cuanto negocio, incide", o, lo que es lo mismo, "los bienes susceptibles de una valoración económica que corresponde a un interés de las partes"<sup>310</sup>. Así, "objeto" pueden ser muy distintas cosas o realidades, desde el dinero como medida de valor, hasta objetos corporales o, incluso, el comportamiento de las personas<sup>311</sup>. ¿Cuál es, entonces, el "objeto" del

---

no parecen hoy existir obstáculos —o, al menos, no en todo caso— para admitir la posibilidad de que la ineficacia de uno de ellos no se comunique al resto. Ello dependerá de factores varios, como por ejemplo, la clase o la naturaleza de la conexión: si se trata de contratos ligados por una relación de accesoriadad (en cuyo caso se está, más bien, ante contratos *conexos*, y no *coligados*), no parece dudarse de que la ineficacia del contrato principal determinará la del contrato accesorio (DÍEZ-PICAZO-GULLÓN BALLESTEROS, *Sistema de Derecho civil*, I, *cit.*, p. 474). Pero al margen de estos casos, la consideración de cada uno de los negocios como parte de un complejo en función de la obtención de una finalidad común, permite abogar por la posibilidad de una ineficacia parcial de éste último en caso de que alguno o algunos de los negocios individuales quede invalidado, y siempre que todavía ante esta circunstancia el resto de negocios que permanecen conectados permita cumplir con el fin práctico querido por las mismas (*vid.*, DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 441; A. LÓPEZ FRÍAS, *Los contratos conexos*, Barcelona, 1994, p. 292 y ss.). En realidad, es pues, de nuevo, la voluntad de las partes el elemento determinante para admitir la escindibilidad de un complejo de negocios coligados y la consiguiente posibilidad de una eficacia parcial.

<sup>310</sup> Las dos definiciones entrecomilladas son de DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 201 y 202, respectivamente.

<sup>311</sup> *Vid.*, de nuevo, DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 201.

negocio que representa el aumento del capital social?. La respuesta puede ser también aquí variada, dependiendo del sentido del concepto "objeto" que prefiera acogerse y de la modalidad de aumento del capital de que se trate. En nuestra opinión, el objeto genérico común a toda operación de aumento es, sencillamente, la elevación de la cuantía del capital social *en una cifra determinada* establecida en el acuerdo de aumento y la consiguiente modificación de los Estatutos sociales (o, a la inversa, la modificación del contenido de los Estatutos sociales mediante la alteración al alza de una de sus menciones —la cifra del capital social—). Si la operación se efectúa mediante emisión de nuevas acciones con cargo a nuevas aportaciones, este objeto genérico queda expresado de manera concreta en el conjunto de acciones que constituyen la nueva emisión representativa de la cifra del nuevo capital acordada, y, probablemente, por los bienes que los suscriptores entregan a cambio de la adquisición de aquéllas, y que respaldan económicamente esa nueva cifra.

En este sentido, puede comprenderse cómo el aumento del capital resulta ser también un negocio escindible desde la perspectiva de la naturaleza de su objeto. La divisibilidad del objeto presupone la posibilidad de dividirlo en partes, cada una de las cuales tiene *per se* una autonomía que le permite existir jurídicamente por sí sola y ser objeto por separado de negocios jurídicos<sup>312</sup>. Al ser la cifra del aumento del capital un conjunto de unidades aritméticas, la sociedad que ha fijado una cuantía determinada, podría, en hipótesis, haber pactado también una cifra inferior. Y las acciones que integran la emisión representativa de la cifra del aumento son también independientes unas de otras, de modo que al igual que la existencia jurídica de cada una de esas acciones no está ligada a la existencia de las otras, pueden ser también objeto de negocios jurídicos de forma independiente<sup>313</sup>.

---

<sup>312</sup> "Jurídicamente [...] una cosa es divisible cuando las partes resultantes de la división tienen la misma función que el todo" (DÍEZ-PICAZO/GULLÓN, *Sistema de Derecho civil*, I, cit., p. 396).

<sup>313</sup> La cuestión es obvia y no es más que el resultado de considerar que cada acción es una parte alícuota en la que se divide el capital social (arts. 1 y 47 LSA). Por eso el único caso en el

Desde esta segunda perspectiva —la perspectiva objetiva— puede verse en la suscripción incompleta del aumento del capital un supuesto de imposibilidad parcial del objeto del contrato, que se da cuando sólo parte del objeto del contrato reúne el requisito de la existencia o posibilidad exigido por los artículos 1271-1273 del Código Civil. El tema de la imposibilidad parcial del objeto no es ajeno al tema de la ineficacia total o parcial del negocio. La doctrina señala que una de las circunstancias que pueden dar lugar a la discusión sobre la ineficacia total o parcial de un contrato es la inexistencia o imposibilidad de una parte del objeto, ya sea debida ésta imposibilidad a causas naturales, jurídicas o de orden práctico<sup>314</sup>. En el caso presente, ya consideremos que el objeto del negocio que representa el aumento del capital es el conjunto de las nuevas acciones emitidas, o ya los nuevos fondos económicos (dinero o bienes no dinerarios) que se obtienen a través de la suscripción de las mismas, la falta de la íntegra suscripción constituye un hecho impeditivo de la existencia o posibilidad de una parte del objeto, ya que el principio imperativo de la íntegra suscripción del capital social prohíbe que puedan considerarse existentes (e imputables al capital) aquellas acciones que no hayan sido suscritas. Se trataría, en consecuencia, de una imposibilidad parcial de carácter jurídico y, además, de una imposibilidad parcial originaria, porque la imposibilidad de parte del objeto se produce ya en la fase de formación del negocio, impidiendo que el mismo nazca válido y eficaz (al menos, en parte)<sup>315</sup>.

---

que, desde la perspectiva del objeto, el aumento del capital podrá ser considerado como naturalmente inescindible se daría cuando la cifra del aumento este representada por una única acción emitida, puesto que la acción, como unidad, tiene carácter indivisible.

<sup>314</sup> Vid. GÓMEZ DE LA ESCALERA, *La nulidad parcial*, cit., p. 37-38; Díez-PICAZO, *Fundamentos*, I, cit., p. 206; y, sobre todo, RUÍZ MUÑOZ, *La nulidad parcial del contrato*, cit., p. 178 y ss. Según este último autor, "lo que verdaderamente se plantea en el seno de la problemática de la implicación nulidad parcial-nulidad total es un supuesto de imposibilidad parcial del objeto del contrato. No tiene mayor importancia que el origen de la imposibilidad sea jurídico o no, la imposibilidad física termina siendo una imposibilidad jurídica" (*op. cit.*, p. 178). No obstante, hay que señalar que este autor identifica el objeto del negocio con los fines o intereses prácticos de las partes a los que responde la celebración del mismo (*vid.*, *op. cit.*, p. 111 y ss.), ésto es, con lo que, a nuestro modo de ver, constituye, no el objeto, sino la *causa concreta* del negocio frente a la causa abstracta (*vid. infra* Capítulo 3º, I, 3.2.2.). Sólo en este sentido, es posible afirmar que el objeto del negocio constituye la clave de la dialectica entre la ineficacia total o parcial.

<sup>315</sup> Al hablar de la imposibilidad del objeto del contrato es tradicional entre la doctrina distinguir la imposibilidad originaria de la imposibilidad sobrevenida. En la primera, el objeto no existe —o es de imposible cumplimiento— ya en el momento de la celebración del contrato, de manera que éste nace inválido e ineficaz. En cambio, en la segunda, el objeto existe o es posible en el momento de la celebración del contrato, y es sólo en una fase posterior (fase de cumplimiento) en la que aparece una vicisitud que determina que el objeto devenga imposible. La imposibilidad sobrevenida no determina, propiamente, la invalidez del negocio, sino que sus posibles consecuencias se sitúan en el campo del cumplimiento o incumplimiento de las obligaciones nacidas del contrato (DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, cit., p. 205). Al trasladar estas ideas al negocio que nos ocupa hay que tener en cuenta que aquellas se han realizado en relación con los contratos de formación instantánea, en los que la perfección del negocio se produce en un único acto junto con el



### 3.2.2. La inescindibilidad legal del aumento del capital

1. Siendo el aumento del capital social un negocio que, por naturaleza, admite división, cabe preguntarse por el sentido que puede tener el que la norma sobre la suscripción incompleta haya declarado la *inescindibilidad* del aumento como regla general (inescindibilidad, por tanto, de origen legal) y la *escindibilidad* como excepción. La respuesta a esta pregunta reside en la identificación de la razón de ser o el fundamento que subyace bajo la disposición normativa de las consecuencias jurídicas de la suscripción incompleta desde la perspectiva del contexto jurídico más general en el que aquella norma se inserta (la dialéctica entre la ineficacia total o parcial del negocio jurídico)<sup>316</sup>.

2. Sobre la base de lo expuesto hasta ahora, una de las ideas principales que sustentan la búsqueda de la solución que haya de darse a la extensión de la sanción de ineficacia del negocio ante un vicio o irregularidad susceptible, en principio, de afectar sólo a una porción del mismo, reside en el punto de equilibrio entre el respeto a la supremacía de la norma imperativa, en primer lugar, y el respeto a la autonomía privada o autonomía de la voluntad de las partes del

---

momento de la celebración. A diferencia de éstos, como ya indicáramos en otras ocasiones, el aumento del capital constituye un negocio complejo de formación progresiva *ex intervallo temporis*, y, como tal, caracterizado por verificarse "a través de un procedimiento o proceso de formación, entendidas las ideas de procedimiento y de proceso como desarrollo de actividades que se llevan a cabo mediante una regular sucesión para la obtención de un determinado efecto jurídico" (DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 270). Desde esta perspectiva puede verse que la suscripción incompleta da lugar a una imposibilidad originaria (parcial) del objeto del aumento del capital, porque el hecho ocasiona la imposibilidad del objeto tiene lugar dentro del proceso de formación del negocio que representa la ampliación del capital, impidiendo (al menos parcialmente) el nacimiento de los efectos jurídicos queridos.

<sup>316</sup> No se trata ahora de encontrar la *ratio legis* de la norma que disciplina la suscripción incompleta del aumento desde la perspectiva de la valoración los intereses en juego, esto es, de averiguar el interés presuntamente protegido por la norma y evaluar esa protección (sobre esta cuestión, *vid. infra* Capítulo 4º, II.). De lo que se trata en este momento es, simplemente, intentar explicar cómo encaja dicha norma en el seno de ese ámbito general de la dialéctica entre la ineficacia total y la ineficacia parcial al que pertenece (es decir, una vez identificado el contexto jurídico general al que la norma es reconducible, encontrar una explicación a la norma desde la perspectiva de ese ámbito genérico).

negocio. En el caso que nos ocupa, la salvaguarda de la supremacía de la Ley puede obtenerse tanto con la ineficacia total, como con la ineficacia parcial del aumento del capital. Si se tiene en cuenta que la norma imperativa sobre la que incide el supuesto de hecho de la suscripción incompleta —norma que ha de ser, en todo caso, respetada— es la que establece el principio de íntegra suscripción del capital social, es claro que ese respeto se logra tanto declarando la ineficacia total del aumento del capital no suscrito por completo (en cuyo caso, ninguna modificación del capital social anterior se producirá), como también decretando la ineficacia sólo parcial del mismo, y ajustando, en consecuencia, la cifra del nuevo capital al volumen representado por las acciones efectivamente suscritas. Puede hablarse, por ello, del carácter “neutral” de la dialéctica entre la ineficacia total o parcial del aumento del capital desde el punto de vista del respeto a la legalidad de la norma en peligro, lo que demuestra el hecho de que la norma encargada de dictar la solución (el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas) establezca expresamente como posibles ambas soluciones.

3. Si la decisión sobre la ineficacia total o parcial del aumento del capital no suscrito por completo es indiferente desde la perspectiva de la salvaguarda de la supremacía de la Ley, la explicación de la solución acogida por la norma que se encarga de resolver el conflicto en el ámbito de la sociedad anónima no puede estar sino en la voluntad presunta de los sujetos partícipes en la operación. Según se ha indicado, salvada la supremacía de la norma imperativa, la declaración de ineficacia parcial de un negocio se fundamenta en la posibilidad de que el negocio sea apto aún para alcanzar el fin o propósito práctico que inspiró a las partes a concluirlo. La identificación de ese fin o propósito práctico debe realizarse a la luz de la voluntad expresa o presunta de las partes, ya que el negocio eficaz sólo en parte es, en principio, un negocio distinto del que fue celebrado en su día. Así, muchas de las normas jurídicas que en casos concretos imponen la ineficacia, bien parcial, o bien total de un determinado negocio no pasan de ser normas que presumen la voluntad de las partes —o la ausencia de

la misma— en relación con la subsistencia del negocio<sup>317</sup>.

A nuestro juicio, el que el artículo 161, a la hora de establecer las consecuencias jurídicas de la suscripción incompleta del aumento, haya optado por la ineficacia total o inescindibilidad como regla general y por la ineficacia parcial como excepción, constituye una solución que se encuentra sustentada en una doble presunción legal: por un lado, la presunción de que la cifra de la ampliación del capital social establecida en el acuerdo de aumento responde a un concreto fin o propósito práctico, esto es, a un concreto resultado empírico perseguido por las partes; por otro lado, y en directa relación con la anterior, la presunción de la voluntad hipotética de las partes a la hora de valorar si el aumento del capital en menor cuantía a la acordada es apto todavía para lograr esa finalidad práctica. En cuanto a lo primero, la ineficacia total del aumento incompleto como regla general se fundamenta en la presunción legal de que la fijación de la cuantía de la ampliación del capital no es simplemente aleatoria, sino que ha sido establecida con el fin de conseguir un concreto resultado. Así, la cifra de la ampliación aparece relacionada *ex lege* con la *causa concreta* de la operación de aumento, que, de este modo, adquiere relevancia respecto del negocio mismo: la norma presume que, además de la causa abstracta o genérica, cada operación de aumento del capital tiene una causa concreta, que se identifica con un propósito específico a alcanzar mediante la obtención de la cifra del aumento acordada (relación de medio a fin)<sup>318</sup>. De acuerdo con esta presunción

---

<sup>317</sup> Por ejemplo, se consideran normas que "interpretan la voluntad presumible de las partes" en ciertos supuestos de reducción de cláusulas contractuales conservadora de la validez, los artículos 636 en relación con el 654 del Código Civil, y los artículos 817 y 1826 del Código civil (*vid.*, ALFARO, *Las condiciones generales*, *cit.*, p. 413).

<sup>318</sup> Lógicamente, la norma no exterioriza cuál es ese fin práctico, sino que simplemente se limita a presumir que éste existe, cualquiera que sea su contenido en cada caso concreto. De esta manera la Ley hace relevante la finalidad específica que lleva a la sociedad a querer aumentar el capital, porque aunque la norma no cae en la casuística de exteriorizar el contenido de los motivos, al menos exterioriza su existencia. En este punto hay que recordar que en los albores de la discusión sobre el carácter escindible o inescindible del aumento del capital social, especialmente entre la doctrina italiana, ya se recurrió al fundamento de la causa y a la relación instrumental entre la cifra del aumento del capital acordada y la finalidad de la operación para justificar el carácter indivisible de ésta (al respecto, *vid. supra* Capítulo 1º, III, 2.2.1.1., B).

puede comprenderse que la suscripción incompleta del aumento, en cuanto que impide la obtención de la cuantía del aumento establecida, puede afectar a la causa misma del negocio (causa concreta), si esa cifra menor no sirve para la obtención de aquel resultado práctico. En este caso, las partes pueden perder el *interés* que pusieron en la operación debido a la *frustración del fin* de la misma.

Siguiendo a la doctrina más autorizada, esta opinión se asienta sobre la distinción entre lo que es la causa abstracta y la causa concreta, como una doble valoración de la causa del negocio<sup>319</sup>. Por causa abstracta se entiende el fundamento objetivo del tipo negocial, que justifica que ese tipo merezca tutela jurídica. En cambio, la llamada causa concreta se identifica con el fin o propósito práctico que las partes pretenden conseguir con la celebración de cada determinado negocio. Se distingue, así, la causa como expresión de la finalidad genérica o función económico-social del negocio (v. gr.: en este sentido, la causa abstracta del contrato de compraventa en cuanto tipo negocial es la circulación de la riqueza a través del cambio de cosa por dinero), de la causa en el sentido de expresión de los motivos subjetivos que inducen a las partes a contratar, esto es, la causa identificable con el "propósito de alcanzar un determinado resultado empírico con el negocio"<sup>320</sup> (v. gr.: la causa concreta del contrato de compraventa de un solar propiedad del Sr. A. al Sr. B puede ser la construcción en él de un complejo deportivo). No obstante, los autores que insisten en la necesidad de realizar esta doble valoración de la causa, precisan que no toda motivación personal o psicológica de las partes es relevante a efectos del negocio: sólo son relevantes, es decir, sólo constituyen la causa concreta del negocio aquellas motivaciones o fines personales que de una u otra manera se incorporan al negocio<sup>321</sup>. Así, mientras que la existencia de la causa en sentido abstracto no depende del

---

<sup>319</sup> La causa como requisito para la eficacia del contrato debe cumplir con las notas de existencia, licitud y veracidad (arts. 1275-1277 C.c.).

<sup>320</sup> A. M. MORALES MORENO "El propósito práctico y la idea de negocio jurídico en Federico de Castro", *ADC*, 1983, p. 1533 y ss.; L. Díez-PICAZO/A. GULLÓN, *Sistema de Derecho civil*, II, 9ª ed., Madrid, 2001, p. 46; J.B. JORDANO BAREA, "La causa en el sistema del Código civil español", *Centenario del Código Civil*, I, (Asociación de Profesores de Derecho Civil), Madrid, 1990, p. 1050 y ss.

<sup>321</sup> MORALES MORENO "El propósito práctico y la idea de negocio jurídico en Federico de Castro", *cit.*, p. 1535 y ss. Para quedar incorporados al negocio, o, lo que es lo mismo, para que puedan considerarse causa del negocio y adquirir relevancia respecto de éste, se exige que esos propósitos prácticos sean comunes para las partes, o, al menos, que aunque el propósito o fin práctico lo sea de una sola de las partes, sea reconocido y no rechazado por la otra parte. *Vid.*, en relación con la causa concreta, DE CASTRO, *El negocio jurídico*, *cit.*, p. 228; Díez-PICAZO, *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 234 y ss.; J. B. JORDANO BAREA, "Causa, motivo y fin del negocio (sentencia de 30 de junio de 1948)", *ADC*, II, 1949, p. 756-757.

hecho de que se dé o no ese fin práctico o propósito negocial específico<sup>322</sup>, sí depende de éste la existencia de la causa en sentido concreto, de modo que la imposibilidad de obtener ese resultado empírico o la ilicitud del mismo puede determinar la ineficacia del negocio por pérdida de la causa o por causa ilícita (arts. 1275 C.c.)<sup>323</sup>.

Esta distinción entre causa abstracta y causa concreta (o causa en sentido subjetivo) ayuda a comprender que el hecho de que el aumento del capital no haya sido suscrito por completo y, en consecuencia, no pueda alcanzarse la cuantía de la ampliación prevista, no determina la pérdida de la causa abstracta del negocio típico que representa la operación de aumento del capital social, ya que un aumento de menor cuantía también es apto para cumplir con esa función económico-social o finalidad genérica de este tipo de negocio<sup>324</sup>. La suscripción incompleta del aumento no determina, pues, la inexistencia o la pérdida de la causa abstracta de la operación de aumento (y mucho menos aún, afectará a los requisitos de licitud y veracidad de la misma). En cambio, un aumento del capital en una cifra inferior a la prevista sí puede afectar a la hipotética causa concreta del negocio, cuando la cuantía obtenida no sea suficiente para lograr el fin práctico perseguido con la puesta en marcha de la operación (v. gr.: la ampliación del capital se efectúa para obtener nuevos fondos con los que financiar la adquisición de un paquete de acciones de otra sociedad o la compra de nueva maquinaria).

4. En íntima relación con esta primera se sitúa la segunda presunción que subyace en el contenido normativo del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas. Esta segunda presunción se asienta sobre el entendimiento de que la identificación y valoración de la causa concreta del negocio no puede realizarse al margen de la voluntad de las partes. Según se ha indicado, si el negocio es expresión de la autonomía de la voluntad de las partes —que lo crean y lo dotan

---

<sup>322</sup> Sobre las circunstancias que determinan la inexistencia o la pérdida de la causa en sentido abstracto, DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, cit., p. 240 y ss.

<sup>323</sup> "...(L)a consideración de la causa concreta ha permitido a los tribunales considerar sin causa contratos en que no se da el propósito negocial, la condición o finalidad determinante..." (DÍEZ PICAZO, *Fundamentos*, I, cit., p. 241, recogiendo la idea de DE CASTRO, *El negocio jurídico*, cit., p. 232).

<sup>324</sup> La variedad de clases y modalidades que tiene la operación de aumento del capital dificulta la identificación de la causa genérica o abstracta de la misma como tipo negocial. En efecto, no es fácil encontrar la causa genérica común al aumento mediante elevación del valor nominal de las acciones con cargo a reservas y al aumento con emisión de nuevas acciones con cargo a nuevas aportaciones dinerarias. A pesar de esta dificultad, puede afirmarse que esta causa abstracta común existe y que, no es otra que el aumento de los fondos propios o, lo que es igual, el incremento del capital de riesgo.

de un determinado contenido— la tarea de identificar cuál es en cada concreto negocio el fin o propósito práctico y de valorar en qué medida el negocio sólo parcialmente eficaz sirve aún para obtener ese resultado, exige respetar la voluntad misma —expresa o presunta— de las partes del negocio. La declaración de ineficacia de una “porción” del negocio, en lo que tiene de mutilación de la reglamentación negocial previamente establecida por las partes, puede convertirlo en otro distinto al concluido en su día. Por eso, no son sino los propios sujetos que celebraron el negocio los que deben valorar si la voluntad negocial subsiste respecto del negocio parcialmente ineficaz<sup>325</sup>.

A nuestro modo de ver, la Ley no se ha sustraído al reconocimiento de la voluntad presumible de las partes a la hora de diseñar la solución general para el problema de la falta de la íntegra suscripción de las operaciones de aumento del capital social. Al optar por la ineficacia total del acuerdo de aumento como regla general y por la eficacia parcial como excepción, la Ley ha interpretado (de manera anticipada) que la voluntad presunta de las partes es una voluntad dirigida *inescindiblemente* al todo, es decir, que si la ampliación no es suscrita por completo la cifra menor conseguida no resulta apta para cumplir con los propósitos o el fin práctico al que responde la operación de aumento<sup>326</sup>. No obstante, el mismo respeto a la voluntad de las partes exige permitir que éstas, en cada concreta operación de aumento, puedan manifestar que su voluntad es otra. Por eso, a diferencia de otras normas en las que la presunción legal es *iuris*

---

<sup>325</sup> “La problemática que subyace tras la nulidad parcial es el respeto a la autonomía privada(...). El modo de alcanzar ese respeto de la autonomía de la voluntad consiste en la elaboración o hallazgo de un criterio jurídico válido que nos ponga de relieve, cuando (sic) la mutación contractual que toda nulidad parcial supone altera de manera relevante esa autonomía de la voluntad.” (RUIZ MUÑOZ, *La nulidad parcial del contrato*, cit., p. 177).

<sup>326</sup> Se hace preciso insistir en que se trata de la *voluntad presunta*, que no tiene porqué coincidir con la voluntad real. Puede que las partes, a pesar de no haber realizado —ni implícita ni expresamente— ninguna declaración al respecto, se hayan representado la hipotética situación, optando mentalmente por una u otra solución. Pero puede también, y esto será lo más habitual, que ni siquiera hayan pensado en esa posibilidad (esta diferencia de planos entre la voluntad presunta y la voluntad real —o voluntad hipotética como hecho— la explica con claridad FLUME, *El negocio jurídico*, cit., p. 678-681).

*et de iure*<sup>327</sup>, en el artículo 161 la presunción es sólo *iuris tantum*, ya que se deja a las partes la posibilidad de desvirtuar dicha presunción mediante la manifestación expresa —en las condiciones de emisión— de su voluntad de aceptar la eficacia de un posible aumento del capital en cifra menor a la acordada.

El hecho de que en las condiciones de la emisión de un concreto aumento del capital se haya previsto expresamente la eficacia del mismo en caso de suscripción incompleta, puede indicar, bien que las partes han valorado que el posible aumento en cuantía inferior a la prevista es también apto para alcanzar el propósito práctico que inspiró la puesta en marcha de operación de aumento, o bien que esa concreta operación de aumento carece de propósito específico, es decir, que la causa de la operación reside sólo en el logro del fin genérico propio del tipo negocial (la causa abstracta). Es más, esta última podría ser la interpretación más acertada si se tiene en cuenta que la decisión debe adoptarse *ex ante* (en las condiciones de la emisión), es decir, en un momento que no puede efectuarse aún aquella valoración por no conocerse la cuantía que alcanzará la suscripción y, consecuentemente, la ampliación del capital. No obstante, creemos que no es ésta la interpretación correcta desde el punto de vista de la realidad. Cuando una sociedad decide aumentar su capital, y lo acuerda en una cifra determinada, es porque, más allá de la finalidad genérica de la operación (elevar los fondos propios), existe un resultado concreto que pretende alcanzarse con la obtención de esa cuantía. Lo que ocurre es que debido a que la Ley exige anticipar la decisión sobre las consecuencias de una eventual suscripción incompleta, la sociedad que acuerda el aumento, si no quiere correr el riesgo de que por quedar una pequeña parte de acciones sin suscribir (que no impide la obtención de ese resultado) tenga que afrontar el coste de la realización de una nueva operación de aumento, se ve obligada a indicar —y a comunicar a la otra parte— que ese fin concreto no es relevante a los efectos de la conservación de la eficacia del negocio<sup>328</sup>. En el fondo, la exigencia legal de

---

<sup>327</sup> Por ejemplo, los ya citados artículos 636 en relación con el 654, 817 y 1826, todos del Código civil. En estos casos, "el ámbito de la nulidad se decide de acuerdo con la voluntad presumible de las partes si no se desprende una solución diferente de la finalidad de la norma infringida" (ALFARO, *Las condiciones generales*, cit., p. 413).

<sup>328</sup> Cabe pensar que si en las condiciones de emisión se introduce la previsión de la eficacia de un eventual aumento incompleto, es porque la sociedad ha calculado la cifra del aumento conscientemente por encima de las necesidades reales o ideales de financiación, de modo que está dispuesta a aceptar también una ampliación por inferior cuantía (así, parece sugerir esta interpretación GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale*, cit., p. 278), o porque al lado del fin o motivo principal que indujo a acordar el aumento del capital en una cifra determinada, o bien se ha valorado la posibilidad de obtener otros resultados prácticos subsidiarios y alternativos con una cuantía de nuevos fondos inferior a la anterior, o bien, se puede acceder a financiación complementaria que permita acometer la finalidad originaria. Podría hablarse, así, de un "escalonamiento o jerarquización" de los fines tenidos en cuenta en la decisión sobre las

una decisión anticipada hace que la previsión de la eficacia parcial del aumento sea el resultado de una valoración entre el riesgo de soportar un negocio mutilado que ya no satisfaga o, al menos, no plenamente, el interés de las partes y el riesgo de tener que afrontar nuevas negociaciones como consecuencia de la ineficacia parcial del negocio inicialmente proyectado, cuando éste era todavía apto para satisfacer aquél interés<sup>329</sup>.

Por otro lado, conviene aclarar el significado de la expresión “voluntad de las partes” en este terreno. Cuando el aumento se realiza con emisión de nuevas acciones y con cargo a nuevas aportaciones, *partes* de la operación de aumento son la sociedad emisora —que acuerda el aumento— y los suscriptores de las nuevas acciones. Así, puesto que la previsión de la eficacia del eventual aumento incompleto ha de incluirse en las *condiciones de la emisión* (art. 161.1 LSA), cuya redacción corresponde exclusivamente a la sociedad emisora, podría pensarse que, en este caso, no puede hablarse de “voluntad de las partes” como voluntad concorde de la sociedad y de los suscriptores. Sin embargo, aunque es cierto que la Ley otorga sólo a uno de los partícipes de la operación de aumento —la sociedad— la capacidad para desvirtuar la presunción legal manifestando su voluntad conforme a la eficacia del eventual aumento incompleto, esa voluntad social se convierte indirectamente en la voluntad concorde de los suscriptores desde el momento en que, con la suscripción de un determinado número de acciones, aceptan participar en la reglamentación negocial predispuesta por la sociedad. La atribución legal a la sociedad de la capacidad para decidir sobre la ineficacia total o parcial del aumento incompleto tiene su razón de ser en que a esta *parte* se debe jurídicamente la puesta en marcha de la operación (sólo de la voluntad social y no de voluntades externas depende, en definitiva, que se aumente o no el capital social) y en que la sociedad es la que, por virtud de la Ley, tiene reservado en exclusiva el papel de predisponente de las condiciones y del contenido de la operación.

5. Sobre la base de las ideas que han sido expuestas, la solución acogida en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas —receptor del contenido del artículo 28 de la Segunda Directiva— es concordante con las líneas generales que sustentan la discusión en torno a la ineficacia total o parcial de los negocios jurídicos en el Derecho español. El problema que la norma trataba de resolver era si, en defecto de previsión expresa de la sociedad, la suscripción incompleta del aumento debía determinar su ineficacia total o si todavía el aumento podía ser

---

consecuencias de la suscripción incompleta del aumento: desde el fin principal, hasta el fin genérico del tipo negocial que constituye la causa abstracta.

<sup>329</sup> Vid., sobre la distribución de riesgos *interpartes* en la discusión sobre la ineficacia total/parcial, RUIZ MUÑOZ, *La nulidad parcial del contrato*, p. 200-202.



eficaz en la cuantía representada por las suscripciones efectuadas. Y, ante este problema, la norma optó finalmente por considerar la ineficacia total y absoluta del aumento del capital como regla ante la ausencia de aquella previsión expresa. Ciertamente, esta solución se opone a la consideración —que algunos han tratado de defender— del principio de conservación del negocio como principio general del Derecho, y como regla residual a aplicar cuando no se conozca la voluntad de las partes al respecto. No obstante, es dudoso que la máxima *utile per inutile non vitiatur* deba ser elevada a la categoría de principio general del Derecho e, incluso, ser escogida como regla residual y general en defecto de aquel conocimiento. El Derecho no ampara la celebración o conservación de los negocios jurídicos *per se*, sino que lo que protege es la autonomía de la voluntad de los particulares y la libertad de contratación. Partiendo de que la ineficacia de una parte del negocio comporta una alteración de la reglamentación negocial pactada y del resultado jurídico querido por las partes (es en este sentido en el que puede afirmarse que un aumento del capital incompleto es un aumento distinto al acordado en su día), el respeto a la autonomía de la voluntad puede llevar a pensar que la regla residual debe ser, precisamente, la contraria (la ineficacia total), ya que ésta impide que las partes queden sujetas a cumplir un negocio distinto al que fue celebrado<sup>330</sup>.

### 3.2.3. La congruencia de la solución legal de la *inescindibilidad* con el régimen legal general de las modificaciones estatutarias

Las ideas expuestas sobre la relación existente entre la decisión legal presente en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas, por un lado, y entre la voluntad presunta de las partes y el propósito o fin práctico de la ampliación, por otro, lleva, en fin, a pensar que, además, dicha decisión —aunque

---

<sup>330</sup> Como decíamos, esta parece ser la razón que lleva a parte de nuestra doctrina más relevante a inclinarse por la ineficacia total como regla residual (*vid. supra* Capítulo 3º, I, 3.1.), y la que fundamenta la norma general sobre la nulidad parcial existente en el Derecho alemán (el repetido § 139 BGB). Sin embargo, hay también quienes consideran que difícilmente puede concluirse que una solución sea más respetuosa con la voluntad de las partes que la otra (así, ALFARO, *Las condiciones generales*, cit., p. 340-341, nota 18).

no haya sido fruto de la libertad normativa del legislador español— se encuentra en congruencia con el régimen jurídico español de sociedades anónimas aplicable a la operación de aumento del capital en cuanto subtipo de modificación estatutaria.

Como es sabido, al igual que todas las modificaciones de Estatutos, la decisión que adopte la Junta general debe estar basada en una propuesta (la propuesta de aumento del capital) y en un informe escrito justificativo de la misma redactado por aquéllos —administradores o accionistas— que hayan sido sus autores (art. 144.1 LSA)<sup>331</sup>. Este informe, entre otras circunstancias, debe explicar que la ampliación de la cifra de capital estatutaria en la cifra que figura en la propuesta (la cifra del aumento sobre la que ha de decidir la Junta general) está justificada en atención a determinados fines u objetivos (el indicado fin o propósito práctico a que la operación responde) que hacen de ella una medida necesaria o, al menos, conveniente para el interés de la sociedad<sup>332</sup>.

---

<sup>331</sup> A pesar de que no aprecie con claridad en el tenor literal de este precepto, la existencia de una propuesta formalmente documentada y, en consecuencia, de un informe justificativo de dicha propuesta, sólo será necesario cuando la modificación de los Estatutos sociales vaya a ser acordada en el seno de la Junta General previamente convocada al efecto. Por el contrario, nuestra doctrina sostiene que no será necesario tal requisito documental cuando la modificación se acuerde por una Junta Universal, ni tampoco cuando la modificación de los Estatutos se acuerde por los administradores, ya sea en los casos excepcionales en los que este órgano social tiene competencia propia *ex lege* (cfr., art. 149.1 LSA), o ya sea en los casos en que los que los administradores acuerdan modificar los Estatutos en virtud de una previa delegación expresa de la Junta general permitida por la Ley, tal y como ocurre, en el supuesto del aumento del capital autorizado regulado en el artículo 153.1 b) de la Ley de Sociedades Anónimas. En este último supuesto, el acuerdo de aumento adoptado por los administradores no requerirá la redacción de un informe justificativo de la propuesta, pero este requisito documental sí será exigible al acuerdo de delegación de la Junta general del que aquél trae causa (*vid.* todas estas consideraciones en J.L. IGLESIAS PRADA/E. BELTRÁN SÁNCHEZ, "A propósito de la propuesta y del informe justificativo relativos a las modificaciones estatutarias: viejas y nuevas ideas", en VV.AA., *Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, II, Madrid, 2002, p. 2262-2264 y p. 2273).

<sup>332</sup> El informe justificativo está orientado, así pues, a explicar la razón de ser de la modificación propuesta como medida de ampliación del derecho de información de los accionistas (*vid.* A. ROJO, "La propuesta de la modificación de Estatutos", *RGD*, 1993, p. 11839). El informe debe exponer con claridad y precisión las *razones concretas* que hacen que tal modificación sea necesaria, oportuna o conveniente (ROJO, "La propuesta de modificación de Estatutos", *cit.*, p. 11843; IGLESIAS PRADA/BELTRÁN SÁNCHEZ, "A propósito de la propuesta y del informe justificativo", *cit.*, p. 2274, quienes indican con acierto que la insuficiente justificación podrá generar la responsabilidad de los administradores, pero no siempre fundamentar por sí sola la impugnación del acuerdo de la Junta).

Esta exigencia de que la operación de aumento se encuentre amparada por un informe que exponga las razones justificativas de la misma permite ver que la solución legal en favor de la ineficacia del aumento incompleto como regla general se acomoda mejor al régimen legal imperante en nuestro Derecho de anónimas que una pretendida solución contraria. Si, como ya hemos indicado, la suscripción incompleta es una circunstancia capaz de convertir a la operación de aumento del capital resultante tras el cierre del plazo de suscripción en una operación *distinta* de la que fue propuesta y acordada en su día por el órgano competente (en la medida en que, como mucho, ya no podrá ser efectuada la ampliación más que por el importe suscrito, que es distinto —por inferior— al acordado), dicha operación puede no tener ya cobertura en el informe que fue redactado para justificar la ampliación originaria. Esto ocurrirá cuando la cifra del aumento que ha sido efectivamente suscrita no sea suficiente para cumplir con los fines u objetivos que motivaron la operación, de modo que el aumento pierde la razón de ser que sirvió para justificar la propuesta. Desde esta perspectiva resulta lógico que la solución legal general aplicable por defecto al problema del aumento incompleto en la anónima sea la de la ineficacia total del mismo: la Ley presume que, a menos que el órgano encargado de aprobar la propuesta a la luz del informe justificativo no indique lo contrario aceptando la eficacia de una eventual suscripción incompleta, el aumento incompleto no es apto para cumplir aquellos fines u objetivos y, en consecuencia, no puede quedar amparado en la propuesta y el informe justificativo originario<sup>333</sup>.

---

<sup>333</sup> La congruencia entre la solución del artículo 161 y la necesidad de informe justificativo de la operación por virtud del artículo 144.1 no es, sin embargo, absoluta, habida cuenta de que la Ley obliga a adoptar la decisión sobre la eficacia del aumento incompleto antes de conocer si se ha producido tal circunstancia y, sobre todo, antes de conocer el importe exacto que ha alcanzado tal suscripción, por lo que, adoptada tal decisión, la sociedad se verá obligada a llevar a cabo el aumento sea cual sea la cifra efectivamente suscrita, y aunque éste, por no haber cumplido ni tan siquiera las peores expectativas, no pueda ya cumplir con ninguno de los objetivos esgrimidos para legitimar o justificar su realización.

Por la misma razón, con independencia de las motivaciones de política legislativa que han influido en la elaboración de la norma sobre el aumento incompleto para las sociedades de responsabilidad limitada (*vid. infra*. Capítulo 4º, II, 1.2.), el hecho de que la solución legal a los aumentos incompletos en la sociedad limitada sea, precisamente, la contraria a la solución

---

aplicable a las sociedades anónimas resulta también congruente con el régimen general aplicable a esa forma social. A diferencia de la Ley de anónimas, la Ley de sociedades limitadas no exige la redacción de un previo informe justificativo de la propuesta (*cfr.* art. 71 LSRL; *vid.* ROJO, "El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada", *cit.*, p. 819-820), por lo que, al menos desde el punto de vista de su justificación documental, la solución legal en favor de la eficacia del aumento incompleto (salvo previsión en contrario) no ofrece reparo alguno.

## II. ANÁLISIS DE LA REGLA GENERAL: LA INEFICACIA TOTAL DEL AUMENTO DEL CAPITAL

### 1. Significado de la ineficacia del aumento por causa de la suscripción incompleta en el contexto de los tipos de ineficacia negocial

En las páginas que preceden hemos venido insistiendo en la idea de que el intento de calificar jurídicamente las consecuencias que el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas enlaza al supuesto de hecho de la suscripción incompleta del aumento del capital tiene como punto de referencia obligado la teoría general de la ineficacia del negocio jurídico. Así, no hemos dudado en afirmar que el binomio "regla general-excepción" mediante el que se estructuran en aquella norma las consecuencias jurídicas, se identifica, respectivamente, con la ineficacia/eficacia —o, más exactamente, con la ineficacia total/eficacia parcial— del negocio jurídico que representa el aumento del capital. Sin embargo, en este intento de dotar a las consecuencias jurídicas de la suscripción incompleta de una determinada calificación dogmática, no parece suficiente decir simplemente que las mismas se reconducen a la eficacia o ineficacia negocial. No es demasiado arriesgado afirmar que —como en el caso presente— cuando la Ley determina que ante una concreta circunstancia un acto o un negocio jurídico *queda sin efecto*, la misma está viniendo a reconocer y sancionar un determinado supuesto de ineficacia. Pero, en la amplia categoría conceptual de la ineficacia negocial, ha de entenderse comprendido un conjunto vasto y heterogéneo de supuestos entre los que, probablemente, el único dato común sea la falta de coincidencia entre la eficacia prevista o esperada y la eficacia realmente desarrollada<sup>334</sup>. Y, de igual manera, esos distintos fenómenos que se comprenden bajo el concepto de "ineficacia", a veces, llevan consigo la aparente paradoja de que algo calificado como ineficaz puede todavía desplegar ciertos efectos. Por eso, al margen de la utilización de los términos y expresiones "ineficacia" y "falta de efectos" en un sentido tan genérico o abstracto, decir que un acto o negocio es ineficaz precisa esclarecer cuál es en cada caso el tipo concreto de ineficacia y

---

<sup>334</sup> DíEZ-PICAZO, "Eficacia e ineficacia", *cit.*, p. 820.

cuáles son los rasgos que la definen. Este intento de concreción exige, por un lado, integrar el supuesto de ineficacia descrito en el artículo 161 dentro de las *modalidades teóricas* de ineficacia establecidas por la doctrina, y, por otro, equiparar, o, cuando menos, aproximar, dicho supuesto a alguno de los *regímenes típicos* de la ineficacia negocial.

### **1.1. La ineficacia del aumento por suscripción incompleta desde la perspectiva de las *modalidades teóricas* de ineficacia negocial**

1. Con la expresión *modalidades teóricas* de ineficacia se hace referencia a la construcción de origen doctrinal con la que se intenta sistematizar el conjunto diverso de caracteres que presentan los distintos tipos de ineficacia conocidos en la práctica. Siguiendo a la doctrina más autorizada<sup>335</sup>, la clasificación de dichas “modalidades” responde a criterios también variados. Así, como es sabido, se habla de ineficacia *automática* y de ineficacia *provocada* según si la ineficacia se produce directamente por virtud de la norma jurídica que la impone o si es preciso para que el negocio deje de ser eficaz que alguna persona —aquella que tenga atribuida dicha facultad— inste la declaración de ineficacia; dependiendo de que la ineficacia afecte a todas las personas (partes o no del negocio), o sólo a determinados sujetos se dice que la ineficacia es *absoluta* o *relativa*; en función del momento en que se produce la ineficacia, ésta puede ser *originaria* (si la ineficacia se produce en el momento mismo de celebración del negocio) o *sobrevenida* (si tiene lugar posteriormente por virtud de una circunstancia sobrevenida); atendiendo a la posibilidad de eliminar la ineficacia y hacer del negocio uno plenamente eficaz mediante un acto posterior, se distingue entre la ineficacia *definitiva* y la ineficacia *sanable*; y, en fin, según que la irregularidad determinante de la ineficacia se encuentre en la estructura misma del negocio o bien que la causa de la misma se halle en una circunstancia externa a un negocio regularmente formado pero que contribuye a obtener un resultado contrario a Derecho, la ineficacia será *estructural* o *funcional*. Conforme a esta clasificación

---

<sup>335</sup> DE CASTRO, *El negocio jurídico*, cit., p. 466 y ss.; DIEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, cit., p. 458 y ss.

—expuesta muy someramente—, cabe afirmar que en la ineficacia del aumento como consecuencia de la incompleta suscripción concurren los siguientes caracteres:

1º.— La ineficacia del aumento del capital se produce de manera *automática* cuando se verifica el supuesto de hecho previsto en la norma, sin necesidad de que nadie inste su declaración. No se trata de un supuesto en el que, no obstante la irregularidad, el negocio pueda comenzar a desarrollar los efectos que le son propios en espera de que los legitimados ejerciten el poder de hacer claudicar esa eficacia mediante la correspondiente impugnación. El tenor del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas es claro en este sentido. La propia norma declara la ineficacia del aumento y establece una serie de consecuencias inmediatas y obligadas derivadas de esa ineficacia (obligación de los administradores de la sociedad de publicar la ineficacia en el Boletín Oficial del Registro Mercantil, de efectuar la oportuna comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y de restituir las aportaciones a los suscriptores) que no dependen de la previa declaración expresa de la misma por parte de un órgano jurisdiccional. La ineficacia opera, en consecuencia, *ipso iure* o de pleno Derecho. Ello no significa, obviamente, que si alguien pretendiera hacer valer algún derecho o efectuara alguna actuación basada en la operación de aumento del capital no suscrita en su totalidad (v. gr.: la sociedad reconoce derechos de socio a los suscriptores, o bien algún antiguo accionista que, como consecuencia del aumento del capital no suscrito por completo, pasa a representar el 5 % del capital social solicita el nombramiento de auditores, o, en fin, el propio registrador mercantil inscribe la escritura que documenta un aumento incompleto), cualquier interesado puede solicitar judicialmente que se reconozca que el aumento del capital sobre el que se sustenta tal actuación es ineficaz<sup>336</sup>.

---

<sup>336</sup> Esta actuación judicial es nitidamente distinta de la que exige la ineficacia provocada. Así, "(L)a pretensión dirigida a obtener un pronunciamiento de los tribunales sobre una ineficacia automática o radical origina una acción y una sentencia que son meramente declarativas, pues se dirigen a declarar o a constatar un estado de cosas previamente existentes: el estado de ineficacia. En cambio, en la ineficacia provocada, la acción y la sentencia son constitutivas. La sentencia crea el estado jurídico de la ineficacia del contrato.[...]" (DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, cit., p. 460).

2º.— Desde el punto de vista del círculo de personas afectadas por la ineficacia, no hay duda tampoco de que se trata de una ineficacia *absoluta* y no meramente relativa. Evidentemente, el aumento del capital no suscrito por completo no producirá efectos para las partes: por un lado, la sociedad no podrá llevar la cifra del aumento del capital acordado (o la resultante de las suscripciones realizadas) a los Estatutos sociales, ni utilizarla en documento alguno, y, por otro, los suscriptores de las acciones que fueron emitidas no podrán pretender la creación o modificación de ninguna situación jurídica que traiga causa de esa suscripción. Y, con mayor razón, tampoco producirá efectos respecto de terceros. La ineficacia del aumento tiene, por ello, carácter *erga omnes*:

3º.— Algo más difícil resulta la calificación de este supuesto de ineficacia desde la perspectiva de la posibilidad de corrección o sanación. Por un lado, el precepto establece unas consecuencias inmediatas enlazadas al acaecimiento del supuesto de hecho normativo (como ya se sabe, la publicación en el Boletín Oficial del Registro Mercantil, la devolución de las aportaciones a los suscriptores, junto con la eventual comunicación del fracaso del aumento a la Comisión Nacional del Mercado de Valores). Por otro lado, la norma se limita a permitir un remedio preventivo o *a priori* (la previsión de la eficacia del aumento incompleto en las condiciones de emisión), manteniendo un absoluto silencio respecto de un posible remedio *a posteriori*. Ambos datos inclinan a pensar que, de acuerdo con la estricta literalidad normativa, la ineficacia del aumento por suscripción incompleta es una ineficacia *insanable* o *definitiva*. De seguirse esta interpretación literal, significaría que si en las condiciones de emisión no consta la llamada “cláusula de suscripción incompleta”, una vez verificado que el aumento del capital no ha sido suscrito en su totalidad tras el plazo o plazos de suscripción previstos y el eventual intento de colocación por los administradores, la ineficacia del aumento se impone como la consecuencia obligada e irremediable, sin que pueda ya efectuarse ninguna actuación para enervar dicha consecuencia y dotar



de eficacia al aumento en la cifra suscrita<sup>337</sup>.

4º.— En cuanto al momento en el que se produce la ineficacia, el precepto establece un supuesto de ineficacia *originaria* del aumento del capital. Esto significa que la sanción de la falta de efectos se aplica ya desde el momento mismo de la celebración del negocio, y no a partir de un momento posterior por virtud de un hecho sobrevenido (ineficacia sobrevenida). Sin embargo, esta calificación puede quedar empañada por el hecho de que, como ya ha sido visto, el precepto que analizamos hace recaer directamente la sanción de la ineficacia sobre el acuerdo de aumento. Es decir, la norma toma como punto de referencia sobre el que declarar la “falta de efectos” el negocio que representa el acuerdo de aumento, y no el conjunto de actos que integran el negocio complejo que denominamos operación de aumento del capital social. Desde este punto de vista podría pensarse que la ineficacia es sobrevenida: el acuerdo de aumento, que, en principio, no adolece de vicio alguno, es eficaz desde el momento de su conclusión, ya que sobre esta “eficacia presunta” puede comenzarse la ejecución del mismo y se sustentan todos los actos posteriores que integran esa fase de ejecución. Así, la suscripción incompleta sólo sería una circunstancia sobrevenida posterior al acuerdo de aumento que determinaría la ineficacia *ex lege* de éste.

Sin embargo, todo depende del enfoque desde el que se examine la cuestión, que exige distinguir el *acuerdo* de aumento (sobre el que —insistimos— la Ley despliega la consecuencia jurídica de la ineficacia) de la *operación* de

---

<sup>337</sup> No obstante, a pesar de que el carácter no sanable de la ineficacia parece ser la interpretación más acorde con el tenor literal de la norma, cabe todavía preguntar si la norma veta de manera absoluta cualquier clase de mecanismo salvatorio. Puede ocurrir que una vez cerrado el plazo de suscripción y a la vista de la existencia de acciones sobrantes, la salvación de la operación sea la solución más acorde con el interés de las partes, especialmente, cuando la ineficacia del aumento por suscripción incompleta no se corresponde con la voluntad real de las partes de la operación de aumento (v. gr.: la falta de previsión de la eficacia del aumento incompleto se debió a un simple “olvido” o, incluso, a un desconocimiento de la normativa legal), o cuando han variado sustancialmente las circunstancias que llevaron en su día a no incluir la “cláusula de suscripción incompleta”. En estos casos, quizá conviniera permitir la subsanación del acuerdo de aumento mediante la utilización de alguna técnica que, a la vez, permita salvaguardar los intereses protegidos por la norma. Sobre esta cuestión, *vid. infra*, Capítulo 4º, III, 3.2.

aumento. No hay que olvidar que el acuerdo de aumento constituye sólo uno de los actos —el acto inicial— que integran la operación de aumento del capital como supuesto negocial complejo de formación sucesiva. Desde esta perspectiva más amplia es fácil observar que el acuerdo de aumento como acto aisladamente considerado despliega desde su adopción “ciertos efectos” preliminares sobre los que se asientan la realización de esos otros actos ulteriores de ejecución (eficacia preliminar o previa). Pero el efecto o efectos principales que son propios de ese acuerdo (la elevación de la cifra del capital social en la cuantía acordada y la consiguiente modificación de los Estatutos sociales) no se producen hasta que se realizan el resto de elementos o actos que integran el supuesto negocial complejo del aumento del capital, entre los que figura como presupuesto *ex lege* de tal eficacia la suscripción completa de las acciones emitidas (eficacia definitiva del acuerdo de aumento)<sup>338</sup>. Y en este sentido es en el que puede afirmarse que la sanción de ineficacia establecida en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas es una ineficacia originaria: si bien la suscripción incompleta actúa como circunstancia que provoca la ineficacia sobrevenida de aquellos efectos previos o preliminares del acuerdo de aumento, respecto de los efectos propios y definitivos de dicho acuerdo (que dependen de la regular y completa formación del negocio complejo que representa la operación de aumento) la ineficacia es originaria porque se produce desde el mismo momento de celebración del negocio impidiendo que el acuerdo de aumento del capital anteriormente adoptado llegue a desplegar en algún momento los efectos que le son propios.

5º.— Estas últimas consideraciones son útiles también a la hora de determinar si la ineficacia del aumento del capital establecida por el artículo 161 es *estructural* o *funcional*. Como se ha indicado, aquí el criterio de la distinción radica en la causa o razón que motiva la ineficacia. La ineficacia es estructural cuando la irregularidad tiene lugar en la fase genética de formación del negocio,

---

<sup>338</sup> En cuanto a la distinción entre efectos preliminares y efectos definitivos del contrato, *vid.*, por todos, Díez-Picazo, *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 419, quien cita como ejemplo, precisamente, el de los supuestos negociales complejos y el de los contratos sometidos a condición suspensiva durante la fase de pendencia de la condición.

manifestándose en su propia estructura. Se trata, así, de la existencia de defectos o vicios en la formación o celebración del negocio que determinan una imperfección inicial del mismo<sup>339</sup>. La ineficacia es funcional cuando el negocio carece de vicio intrínseco alguno en su estructura, esto es, se trata de un negocio regularmente formado, que, sin embargo, no puede desplegar sus efectos porque éstos conducen a obtener un resultado contrario a Derecho o que el Derecho no puede consolidar (un perjuicio, un fraude o una lesión)<sup>340</sup>.

Al igual que ocurría en el caso anterior, la respuesta sobre el carácter estructural o funcional de la ineficacia que se establece en el artículo 161 difiere según se ponga el punto de mira sólo en el acuerdo de aumento (sobre el que, según ha de recordarse, la norma hace recaer de manera expresa la sanción de la ineficacia) como negocio jurídico singular e independiente, o, desde una perspectiva más amplia, en la *operación* de aumento en su conjunto, de la que tal acuerdo forma parte y sólo tras la cuál éste puede desplegar los efectos principales que le son propios. En relación con el *acuerdo de aumento* como acto singularmente considerado podría, quizá, llegarse a la conclusión de que se trata de un supuesto de ineficacia funcional: la causa de la ineficacia no se encuentra en la estructura interna del acuerdo, que puede estar regularmente formado, sino en una circunstancia externa al mismo (la suscripción incompleta de las acciones emitidas en ejecución de ese acuerdo), que conduce a que los efectos propios de ese acuerdo den lugar a un resultado que no puede ser mantenido conforme a la Ley: la ampliación del capital en la cifra acordada a pesar de que ésta no ha sido suscrita por completo (vulneración del principio imperativo de íntegra suscripción

---

<sup>339</sup> Como vicios o irregularidades que determinan una ineficacia estructural se comprenden, básicamente, los casos en que falta alguno de los requisitos esenciales del contrato (art. 1261 C.c.), o alguno que la Ley exige según el tipo de negocio (v.gr.: forma *ad solemnitatem*), los vicios del consentimiento o de falta de capacidad, o los negocios imperfectos o incompletos debido a la falta de algún acto necesario para que el negocio pueda surtir sus efectos (vid. GÓMEZ DE LA ESCALERA, *La nulidad parcial*, cit., p. 22).

<sup>340</sup> DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, cit., p. 463.

del capital social)<sup>341</sup>.

La respuesta es distinta, de nuevo, si se toma como referencia la *operación de aumento* del capital en su conjunto. Valen por ello las consideraciones ya realizadas sobre la integración del acuerdo de aumento dentro del complejo de actos que forman el supuesto negocial de formación sucesiva que representa el aumento del capital social. Si para que se produzcan los efectos propios y definitivos del acuerdo de aumento se requiere *ministerio legis* la realización válida del resto de actos que componen la ejecución del acuerdo (de distinto contenido según la clase y modalidad de aumento), es decir, la realización completa y regular de ese negocio complejo, parece claro que la falta de la íntegra suscripción constituye una irregularidad que tiene lugar en el proceso de formación del negocio, afectando a la estructura del mismo. Desde el punto de vista de la operación de aumento del capital social, la ineficacia que tal imperfección o irregularidad provoca es, en consecuencia, de tipo estructural<sup>342</sup>.

---

<sup>341</sup> La caracterización de la ineficacia como *funcional* no encaja del todo bien, sin embargo, con la ineficacia sancionada por el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas. Los supuestos de ineficacia funcional se reconducen sobre todo a los casos de negocios válidamente celebrados pero realizados en daño o fraude de terceros o que provocan una lesión en los intereses económicos de esos terceros, de modo que sólo los perjudicados tienen atribuida la facultad para atacar la eficacia del negocio (arts. 1290 y ss. C.c.). Por el contrario, el artículo 161 deja claro que la ineficacia del aumento se produce *ipso iure*, sin necesidad de que nadie inste su declaración. Sólo en la medida en que se considere que la suscripción completa actúa respecto del acuerdo de aumento como una condición suspensiva de eficacia (fenómeno generalmente considerado como determinante de un supuesto de ineficacia funcional) podría encajar tal calificación dentro del concreto supuesto de ineficacia que analizamos.

<sup>342</sup> En estas páginas se ha omitido la referencia a distinción entre la invalidez y la ineficacia como categorías conceptuales diferentes, que es defendido por un amplio sector de la doctrina civilista. Según apuntan estos autores, invalidez e ineficacia no constituyen términos equivalentes, hasta el punto de que mientras que un negocio inválido siempre es ineficaz, un negocio ineficaz no siempre es un negocio inválido. Esta afirmación se explica sobre la base de considerar que la *invalidez* constituye un supuesto autónomo dentro del más amplio concepto de ineficacia, que se caracteriza por el hecho de que la causa que provoca la ineficacia o falta de efectos se debe a un defecto intrínseco del propio negocio. Este defecto intrínseco puede consistir, bien en la falta de alguno de los elementos esenciales exigidos por el ordenamiento jurídico para el nacimiento del negocio (consentimiento, objeto y causa), o de algún presupuesto necesario del tipo negocial concreto de que se trate, bien en un vicio afectante a alguno de tales elementos o presupuestos. Así, se considera como modalidades "típicas" de invalidez —por ser las únicas expresamente reguladas en la Ley— la nulidad (o nulidad radical o absoluta) y la anulabilidad (o nulidad relativa). A diferencia de estos supuestos de invalidez, el referido sector doctrinal alude a los supuestos calificados de *ineficacia en sentido estricto*. Éstos últimos tienen lugar cuando, aun estando en

## 1.2. Aproximación del supuesto de ineficacia del aumento del capital por suscripción incompleta a los regímenes típicos de ineficacia contractual

1. Una vez examinados los caracteres básicos que concurren en el supuesto de ineficacia contemplado por el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas y el consiguiente encuadramiento del mismo en el marco de las *modalidades teóricas* de ineficacia, conviene determinar, siquiera brevemente, la afinidad de

---

regla todos los elementos o presupuestos determinantes del nacimiento del negocio, acontece, sin embargo, alguna causa o circunstancia externa a dicho negocio que impide la producción de los efectos que corresponden a su contenido. Por esta razón, aunque no pueden existir negocios inválidos plenamente eficaces, sí puede haber negocios ineficaces (o no plenamente eficaces) plenamente válidos (ALBALADEJO, "Ineficacia e invalidez", *cit.*, p. 604-605, y DELGADO ECHEVERRÍA, en *Comentarios al Código Civil y Compilaciones forales*, *cit.*, p. 231 y ss; LACRUZ BERDEJO, *Elementos de Derecho civil*, II, vol. 1º, *cit.*, p. 537-539. La tesis de la distinción conceptual entre invalidez e ineficacia en sentido estricto como fenómenos autónomos dentro del más amplio concepto de la ineficacia negocial goza de amplia aceptación entre los autores, así, por ejemplo, J. PUIG BRUTAU, *Fundamentos de Derecho Civil*, t. II, vol. 1º, 3ª ed., Barcelona, 1988, p. 280 y ss.; *vid.* la exposición de las diferentes posturas doctrinales realizada por C. LÓPEZ BELTRÁN DE HEREDIA, *La nulidad contractual. Consecuencias*, Valencia, 1995, p. 21-30). En relación con el tema que nos ocupa, y teniendo en cuenta que los conceptos de invalidez e ineficacia en sentido estricto así delimitados vienen a coincidir, respectivamente, con lo que antes se ha denominado ineficacia estructural e ineficacia funcional (así, destacando la coincidencia terminológica, ya DE CASTRO, *El negocio jurídico*, *cit.*, p. 463), podría decirse que, respecto del *acuerdo de aumento* como negocio individualmente considerado, la ineficacia del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas es una ineficacia en sentido estricto, mientras que en relación con el supuesto negocial complejo de formación sucesiva que es la *operación de aumento* del capital aquella ineficacia es, en rigor, un supuesto de invalidez.

Esta distinción conceptual entre la invalidez y la ineficacia no es, sin embargo, aceptada por otros autores, que la encuentran carente de utilidad práctica. Según estos últimos el término de ineficacia debe también emplearse en relación con los supuestos que en el anterior sector doctrinal aludido son calificados como de invalidez. La razón se encuentra, sobre todo, en el hecho de que muchos de los casos calificados como de ineficacia en sentido estricto no son en sentido estricto supuestos de ineficacia, sino supuestos de extinción sobrevinida de la relación jurídica creada por el contrato (*vid.* la explicación de este aparente juego de palabras en Díez-PICAZO, "Eficacia e ineficacia", *cit.*, p. 824, reafirmandose posteriormente en *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 431; la relativización del empleo separado de los términos de invalidez e ineficacia fue ya avanzado por DE CASTRO, *El negocio jurídico*, *cit.*, p. 463). Algunos de estos autores van incluso más allá para afirmar que, con independencia de la utilidad que pueda presentar para determinados fines el establecimiento de diferentes formas teóricas de ineficacia, constituye un grave error establecer una correlación entre una concreta causa de irregularidad y un determinado tipo de ineficacia, dado que puesto que el ordenamiento jurídico no se encuentra vinculado a categorías de naturaleza dogmática, irregularidades similares pueden dar lugar a tipos de ineficacia diversos (DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 428 y p. 432).

este supuesto por referencia a alguno de los *tipos* de ineficacia contractual.

Entre la doctrina civil se utiliza la expresión "regímenes típicos" en consideración a aquellos supuestos de ineficacia que han recibido una regulación más extensa y completa en los textos legales. Como es sabido, éstos se reconducen, fundamentalmente, a la nulidad, la anulabilidad y la rescisión (arts. 1290-1314 C.c.). Ahora bien, estos "tipos" no agotan el contenido de esa reglamentación típica, ni constriñen al legislador a la hora de configurar otros posibles supuestos de ineficacia, que también son "típicos" en la medida en que vengan establecidos por una norma legal. Su valor como regímenes de referencia de otros supuestos de ineficacia reside en que, precisamente por haber recibido una regulación más completa, pueden ayudar a la hora de interpretar o suplir las lagunas que aquéllos puedan presentar<sup>343</sup>. Es por ésto por lo que puede ser de utilidad intentar acercar la ineficacia del aumento del capital ex artículo 161 de la Ley de anónimas a alguno de esos "regímenes típicos", teniendo en cuenta que la norma no califica jurídicamente esa "carencia de efectos" del acuerdo de aumento del capital (esto es, la norma se limita a sancionar genéricamente con la falta de efectos al acuerdo de aumento en caso de suscripción incompleta, pero, diferencia de otros casos en los que se califica esa ineficacia en términos de nulidad o anulabilidad, aquí se omite dicha concreción), y, además, que tampoco describe un régimen jurídico detallado de tal ineficacia, limitándose sólo a establecer algunas consecuencias que necesariamente se derivan de la misma.

2. De entre los tres tipos señalados, no cabe duda que el más alejado del supuesto de ineficacia que analizamos es el de la rescisión. Este tipo de ineficacia (que se caracteriza por ser provocada, sobrevenida, funcional y, normalmente, relativa y sanable) no se ajusta al supuesto establecido en el artículo 161 de la citada Ley, porque se da cuando contratos válidamente celebrados que no adolecen de ninguna irregularidad interna (y que, por tanto, pueden haber comenzado a desplegar todos sus efectos) dejan de producir tales

---

<sup>343</sup> DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 469.

efectos a raíz de la acción ejercitada por el sujeto que ha sufrido una lesión o ha visto defraudados sus derechos como consecuencia de aquellos contratos. Esta acción tiene, además, un carácter excepcional, ya que sólo puede ser ejercitada cuando el perjudicado carezca de otro medio legal para reparar el perjuicio sufrido (arts. 1290-1299 C.c.).

Descartada la rescisión como "tipo" general de referencia del supuesto de ineficacia establecido en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas, éste sólo puede aproximarse, bien a la nulidad, o bien a la anulabilidad. A la hora de decantarse por una u otra calificación, conviene tener presente que la diferencia entre estos dos "tipos" de ineficacia es una diferencia sólo relativa, ya que no constituyen compartimentos estancos desde el punto de vista de los caracteres que los definen<sup>344</sup>. Por un lado, tanto la nulidad como la anulabilidad constituyen tipos de ineficacia estructural, ya que en ambos casos la irregularidad determinante de la ineficacia se produce en la fase de formación del negocio. Por otro, pueden compartir, además, la circunstancia de ser ineficacias absolutas o relativas, sanables o insanables y originarias o sobrevenidas: la peculiaridad de cada tipo reside en que mientras que la ineficacia proveniente de la anulabilidad es siempre sobrevenida y *normalmente* relativa y sanable, la nulidad da lugar a una ineficacia *normalmente* absoluta, insanable y originaria, siendo excepcionales los supuestos en que no concurren estas características<sup>345</sup>. Por eso, quizá, el elemento clave que permite individualizar con seguridad uno y otro tipo de ineficacia lo constituye el carácter automático o provocado de la sanción. La ineficacia proveniente de la nulidad se produce siempre *ipso iure*, es decir, opera de pleno derecho sin necesidad de ejercicio de acción alguna. Por el contrario, la

---

<sup>344</sup> La relatividad entre ambas figuras ha sido bien destacada por M. PASQUAU LIAÑO (*Nulidad y anulabilidad del contrato*, Madrid, 1997, *in totum*) quien efectúa una crítica exhaustiva de la tradicional concepción bipartita de las nulidades.

<sup>345</sup> Vid., por ejemplo, DE CASTRO, *El negocio jurídico*, cit., p. 475 y p. 498 y ss.; Díez-PICAZO, *Fundamentos*, I, cit., p. 472 y p. 486-489; A. GORDILLO CAÑAS, "Nulidad, anulabilidad e inexistencia. (El sistema de las nulidades en un Código latino situado entre la primera y la segunda Codificación)", en *Centenario del Código Civil*, I, (Asociación de Profesores de Derecho civil), Madrid, 1990, p. 937; LÓPEZ BELTRÁN DE HEREDIA, *La nulidad contractual*, cit., p. 30 y ss.

ineficacia proveniente de la anulabilidad sólo llegará a producirse si prospera la acción ejercitada por alguno de los sujetos legitimados para ello, ya que aquélla constituye un remedio legal dispuesto en protección de los intereses que son de titularidad de ciertas personas. El negocio anulable desplegará, en consecuencia, todos sus efectos en caso de que los legitimados no ejerciten dicha acción (que tiene carácter constitutivo de la situación de ineffecticia) o dejen transcurrir el plazo establecido para dicho ejercicio, de modo que puede decirse que la efecticia o ineffecticia del negocio se deja al arbitrio de aquellas personas.

3. Esta última diferencia entre la nulidad y la anulabilidad es, precisamente, la que permite afirmar que la ineffecticia del aumento del capital por causa de suscripción incompleta aparece legalmente configurada como un supuesto de ineffecticia radical o de pleno derecho que produce unos resultados equiparables a los que se derivan del “tipo” general de la nulidad. Ya ha sido dicho al respecto que uno de los caracteres más claros de la ineffecticia del aumento del capital por aquel motivo es el hecho de que el aumento no puede llegar a desplegar en absoluto los efectos que le son propios desde el momento mismo en que se verifica que la suscripción ha sido incompleta, desencadenándose de manera inmediata y automática una serie de consecuencias expresivas de esa ineffecticia que no requieren del ejercicio de acción alguna por parte de persona legitimada. Ahora bien, es importante subrayar que esta equiparación no significa, empero, que pueda afirmarse que el supuesto de ineffecticia sancionado por el artículo 161 constituye un supuesto de nulidad en el sentido técnico y riguroso del término, dado que la causa que propicia la ineffecticia en el supuesto de la suscripción incompleta no resulta plenamente asimilable a los presupuestos típicos de la nulidad contractual<sup>346</sup>. Lo que pretende indicarse con dicho intento de

---

<sup>346</sup> Como es sabido, la doctrina coincide en considerar que son causas de la nulidad la falta o ilicitud de los elementos esenciales del contrato (consentimiento, objeto y causa —art. 1261 C.c.—), la falta de forma exigida por la Ley cuando ésta reviste carácter solemne, y la vulneración de los límites de la autonomía privada infringiendo una norma imperativa o prohibitiva (arts. 1255 y 6.3 C.c.). Como se ve, ninguno de estos presupuestos se verifica plenamente en el supuesto de ineffecticia sancionado por el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas. En páginas anteriores hemos relacionado el supuesto de la falta de íntegra suscripción con la causa concreta o el propósito práctico del aumento del capital, de acuerdo con una de las posibles interpretaciones de



aproximación es, simplemente, que, siendo aquél un supuesto particular de ineficacia del aumento impuesto directamente por la Ley (ineficacia *sui generis*), sus efectos son similares a los que se determinan en el régimen jurídico de la nulidad, siendo este régimen el que debe servir, en general, de referencia a la hora de resolver ciertas cuestiones que puedan llegar a plantearse y que la norma sobre suscripción incompleta no resuelve<sup>347</sup>.

### 1.3. La íntegra suscripción como condición legal de eficacia del acuerdo de aumento

1. Entre los autores que han buscado una explicación teórica al hecho de que la suscripción incompleta de las nuevas acciones emitidas pueda invalidar en su totalidad la operación de aumento del capital y no sólo la parte del aumento que ha quedado sin suscribir, goza de cierto predicamento la idea de que la suscripción íntegra de la cuantía por la que se acordó el aumento del capital actúa como una auténtica "condición de eficacia" de dicho acuerdo, de modo que si, una vez cerrado el plazo de suscripción, se constata que la cifra del aumento del capital no ha sido cubierta en su totalidad por las suscripciones efectuadas, la condición deberá entenderse como no verificada y, en consecuencia, el acuerdo

---

aquella norma con las que tratamos de acercarnos a la *ratio* de la misma (*vid. supra*, Capítulo 3º, I, 3.2.2.). Sólo si se considera que la circunstancia de la falta de la íntegra suscripción de la cifra del aumento acordada determina la falta de causa (causa concreta) de la operación de aumento podrá entenderse que se está realmente ante un caso de rigurosa nulidad instaurado por la Ley. No obstante, en el caso de considerar correcta aquella interpretación, más que una verdadera falta de causa la suscripción incompleta quizá sólo determine una pérdida sobrevenida de la causa, cuyas consecuencias son distintas a las de la ausencia de causa en sentido genuino (*vid.*, DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, *cit.*, p. 241).

<sup>347</sup> Puede ser de utilidad al respecto la explicación que ofrece PASQUAU LIAÑO (*Nulidad y anulabilidad*, *cit.*, p. 50-51) de la distinción alemana entre, por un lado, la invalidez (*Ungültigkeit*), en su doble vertiente de nulidad (*Nichtigkeit*) e impugnabilidad (*Anfechtbarkeit*), y, por otro, la ineficacia (*Unwirksamkeit*). Dice el autor que: "(L)a ineficacia como categoría autónoma fue perfilándose no sin dificultades. De hecho, aún sigue considerándose como concepto no unitario, que en ocasiones acaba equiparándose en sus consecuencias a la nulidad. Ha servido, sin embargo, para permitir distinguir sin equívocos de la nulidad dos supuestos que incorrectamente son considerados como nulos en otros ordenamientos, como todavía a veces en el nuestro: de una parte, los llamados negocios imperfectos, incompletos o *provisionalmente* ineficaces, en los que concurren todos los elementos constitutivos del negocio jurídico como tal, pero a los que, de manera provisional, faltaba alguna otra circunstancia impuesta por el ordenamiento jurídico (*condictio iuris*) como requisito de eficacia..." (*Nulidad y anulabilidad*, *cit.*, p. 51).

de aumento no desplegará los efectos que le son propios. En rigor, afirman algunos de estos autores, se trataría de una *conditio iuris* o *conditio legis*, porque el condicionamiento de la eficacia del acuerdo de aumento al hecho o circunstancia de que sean suscritas todas las acciones emitidas tiene su fuente en una disposición legal<sup>348</sup>.

Ciertamente, si se observa la redacción de la norma sobre suscripción incompleta puede comprenderse que se haya recurrido a la teoría del negocio condicionado en el intento de explicar su contenido: aunque en dicha norma se omite la alusión explícita a la existencia de una condición, la presencia implícita de este elemento circunstancial en el contenido normativo sí puede deducirse del sentido que emana del tenor literal de dicha disposición legal. En realidad, la norma viene a indicar que, como regla general y salvo que se hubiera previsto lo contrario, *el acuerdo de aumento será eficaz sólo si la emisión de las nuevas acciones se suscribe íntegramente dentro del plazo fijado para la suscripción*. De este modo, aunque el acuerdo y la suscripción de las acciones constituyan actos relacionados entre sí por cuanto integrados ambos en un mismo negocio jurídico complejo de formación sucesiva que es el aumento del capital, la norma parece considerar que la *suscripción completa* de la cifra del aumento es una circunstancia eventual y externa al acuerdo de aumento, de la que depende, si la sociedad emisora no lo impide, la eficacia de éste.

2. Cuando la sociedad, conforme a la previsión del artículo 161, no ha optado por la eficacia del aumento en caso de quedar éste incompleto, el recurso al

---

<sup>348</sup> Así, entre muchos otros, en Italia, ya CHIOMENTI, *La revoca*, cit., p. 166 y ss.; CAROTA, "La revoca", cit., p. 864, con ulteriores referencias bibliográficas; G. F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, vol. 2 (*Diritto delle Società*), 5ª ed., Torino, 2002, p. 490; GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale*, cit., p. 284-285, nota 19 y p. 380). En Alemania la íntegra suscripción es una condición o requisito para poder inscribir la ejecución del aumento, acto del que depende la eficacia de la ampliación (*vid. supra* Capítulo 1º, IV, 1.3., en nota). En Portugal, en este sentido, DE ALBUQUERQUE, *Direito de Preferência*, cit., p. 152. En parecido sentido, entre nosotros, DE CARLOS BERTRÁN (*Régimen jurídico de las ofertas públicas*, cit., p. 292-293) considera que según se desprende del artículo 161, la suscripción completa de la emisión constituye una condición de eficacia de la oferta impuesta legalmente; recurren también a la figura de la condición

fenómeno de la condición para explicar el contenido de este precepto puede ser de utilidad para resolver determinados problemas que pueden presentarse con anterioridad al cierre del plazo de suscripción, derivados de la situación de incertidumbre respecto del resultado que dicha suscripción arroje (en especial, el relativo a la posibilidad de que la sociedad disponga de las aportaciones realizadas por los suscriptores antes de conocer si el aumento ha sido suscrito en su totalidad). Con todo, si se quiere considerar la íntegra suscripción como un *evento condicionante* de la eficacia del acuerdo de aumento, ello no puede hacerse sin algunas reservas, motivadas, sobre todo, por la dificultad de trasladar de manera automática la disciplina típica de la condición contenida en el Derecho común a la operación de aumento del capital social.

Por un lado, en cuanto a la admisibilidad de que los acuerdos sociales, y, en particular, el acuerdo de aumento del capital puedan adoptarse condicionadamente, no cabe duda de que, en la medida en constituyen negocios jurídicos, son susceptibles de quedar voluntaria o legalmente sometidos a condición<sup>349</sup>. A pesar de lo que se deduce del texto literal de los artículos 1113 y siguientes del Código civil, la condición no tiene porqué recaer sólo y exclusivamente sobre obligaciones contractuales, sino que, además de las obligaciones, pueden ser también sometidos a condición cualquiera otros efectos jurídicos que se deriven de la celebración de negocios jurídicos, incluidos en esta categoría los contratos o actos jurídicos unilaterales<sup>350</sup>. Por otro lado, en cuanto al

---

para explicar el contenido de la norma sobre suscripción incompleta, CABANAS TREJO/MACHADO PLAZAS, *Aumento de capital y desembolso anticipado*, cit., p. 139-140.

<sup>349</sup> Por lo que se refiere a la posibilidad de someter a condición el acuerdo de aumento del capital, ROJO, "El acuerdo de aumento", cit., p. 2342. Un supuesto de condicionamiento legal de la eficacia de un acuerdo social está presente en el caso de la "operación acordeón" (art. 169 LSA). En este caso, la Ley establece de manera expresa que la *eficacia del acuerdo de reducción queda condicionada a la ejecución del acuerdo de aumento del capital* (art. 169.2 LSA), lo que es visto como un auténtico ejemplo de *conditio legis* (vid., al respecto, por todos, ESPÍN GUTIÉRREZ, *La operación de reducción y aumento del capital*, cit., p. 155 y ss.).

<sup>350</sup> Vid. L. MONTÉS PENADÉS, "De las diversas especies de obligaciones (arts. 1113-1124)", en M. Albaladejo (dir.), *Comentarios al Código Civil y Compilaciones forales*, t. XV, vol. 1º, Madrid, 1989, p. 1008; R. ÁLVAREZ VIGARAY, "Comentario al artículo 1113", en C. Paz-Ares/L. Díez-Picazo/R. Bercovitz/P. Salvador Coderch (dir.), *Comentario del Código civil*, II, Madrid, 1993

hecho mismo de que la suscripción completa de la emisión pueda ser utilizada como evento condicionante de la eficacia del acuerdo de aumento, no hay inconveniente en admitirlo si dadas las circunstancias que rodean a la operación de aumento, la suscripción cumple con los caracteres básicos y esenciales exigibles a los hechos de los que puede hacerse depender la eficacia del negocio: carácter futuro e incertidumbre (art. 1113 C.c.). Estos caracteres concurrirán en la suscripción del aumento siempre que la fase deliberativa y la fase ejecutiva de la operación de aumento se sucedan según el orden cronológico normal en el que la primera antecede a la segunda, y, además, la suscripción no esté pactada de antemano con los futuros suscriptores. En estas circunstancias, la completa suscripción del capital se convierte en un elemento fáctico futuro e incierto, ya que la *voluntariedad* inherente al acto de suscripción, unida al carácter plural de la masa de suscriptores y a la independencia entre sí de los sujetos que la forman, impiden saber anticipadamente con exactitud en qué medida el aumento del capital será suscrito<sup>351</sup>.

En cuanto a la consideración de la íntegra suscripción como *conditio iuris* o condición legal del acuerdo de aumento, como es sabido, se está ante esta figura (la *conditio iuris*) cuando es una norma jurídica y no la voluntad de las partes, la

---

(Ministerio de Justicia), p. 75; L.M. LÓPEZ FERNÁNDEZ, *La condición suspensiva en los contratos*, Madrid, 2000, p. 22.

<sup>351</sup> En contra de su admisión como evento condicionante podría objetarse que el sometimiento de la eficacia del acuerdo a la íntegra suscripción incurriría en el terreno de las condiciones potestativas —prohibidas por razón del artículo 1115 del Código Civil—, dado que su cumplimiento dependería, a la postre, de la voluntad de los suscriptores. La objeción no es, sin embargo, definitiva. La admitida distinción entre condición simplemente potestativa y condición potestativa pura, deja relegada la prohibición sólo a los casos en los que el cumplimiento dependa exclusivamente del arbitrio de una de las partes, siendo lícitas, por tanto, todas aquellas en las que la voluntad concurre con intereses o dificultades que contribuyen a moverla en un sentido o en otro (R. GAYA, Voz "Condición", *Enciclopedia Jurídica Básica*, I, Madrid, 1994, p. 1375; MONTÉS PENADES, "De las diversas especies de obligaciones", *cit.*, p. 1053-1054, quien, reproduciendo lo que parece ser doctrina y jurisprudencia dominante, considera que "serán válidas todas las condiciones potestativas en las que la obligación dependa de que el obligado adopte una decisión que suponga cierto esfuerzo o sacrificio para el mismo", es decir, "cuando la obligación dependa de un complejo de motivos que represente intereses apreciables y que, actuando sobre aquélla, influyan en su determinación aunque sean confiados a la valoración exclusiva del interesado"; *vid.*, también, Díez-Picazo, *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 351-352; LÓPEZ FERNÁNDEZ, *La condición suspensiva*, *cit.*, p. 24 y ss.).

que hace depender de un acontecimiento futuro e incierto la eficacia de un negocio. En caso de que se pretenda recurrir al esquema condicional para explicar el fenómeno regulado en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas, habrá que tener en cuenta que, en principio, es esta concreta disposición legal, y no voluntad explícita de los sujetos intervinientes en la operación de aumento, lo que hace depender los efectos del acuerdo de aumento del hecho futuro e incierto de que la cifra de la ampliación se suscriba por completo<sup>352</sup>.

Conviene tener presente que la figura de la *conditio iuris* resulta controvertida en cuanto a su consideración como verdadera condición. En la medida en que esta clase de condición no deriva de la autonomía de la voluntad de las partes del negocio, se dice que no puede hablarse en rigor de condición en sentido técnico, sino, si acaso, de *condición impropia*. Incluso, más allá, se sostiene que tales acontecimientos futuros e inciertos de los que, por virtud de una norma jurídica, pende la eficacia de un negocio, no son realmente condiciones sino simples *requisitos* o *presupuestos legales de eficacia* de un determinado negocio<sup>353</sup>. Algunos autores, en una postura ecléctica, consideran que,

---

<sup>352</sup> Conviene aclarar en este punto que dicha *condición* no procede aquí de la naturaleza propia del negocio —el acuerdo social de aumento del capital—, tampoco del objeto del negocio, ni es una concreción o reproducción de ningún principio o regla imperativa, sino que tal *condicionamiento* emana exclusivamente de la norma contenida en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas. Se quiere decir con ésto que el hecho de que la íntegra suscripción de las acciones emitidas sea condición para la eficacia del acuerdo de aumento no procede del principio de íntegra suscripción del capital. Este principio impide, claro está, que pueda llevarse a los Estatutos sociales una cifra de capital social que no esté íntegramente suscrita, de lo que se deriva que la ampliación del capital meramente acordada debe después ser suscrita para poder quedar expresada en la cifra de capital estatutaria. Pero aquel principio no impide por sí sólo que el acuerdo de aumento, en caso de que suscripción de la cuantía acordada no sea completa, pueda tener el efecto de elevar la cifra de capital por la parte menor suscrita. En cambio, el artículo 161 hace depender *en toda su extensión* los efectos propios del acuerdo de aumento del hecho de que el total de la cifra acordada quede suscrita. Por esta razón puede decirse que en las sociedades de responsabilidad limitada, también sometidas al principio de la íntegra asunción (y del íntegro desembolso) del capital social, el acuerdo de aumento del capital es por virtud del artículo 77 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada un acuerdo *legalmente puro*, siendo el íntegro desembolso de cifra de aumento una *condición de eficacia propia o voluntaria* que la sociedad puede libremente establecer mediante la oportuna previsión (*vid.*, para la distinción entre la verdadera *conditio iuris* y las “condiciones voluntarias legalmente tipificadas”, es decir, las condiciones que, aunque previstas en una norma, están subordinadas a la previsión expresa de las partes, y que no por eso pierden su carácter voluntario, G. PETRELLI, *La condizione “elemento essenziale” del negozio giuridico. Teoria generale e profili applicativi*, Milano, 2000, p. 337).

<sup>353</sup> Por ejemplo, *vid.*, M. IGLESIAS CUBRÍA, *Los derechos patrimoniales eventuales (Estudio de las situaciones jurídicas de pendencia)*, Oviedo, 1961, p. 164 y ss.; MONTÉS PENADÉS, “De

participando, no obstante, del género de la condición, la hipótesis realmente encuadrable en el esquema de la *conditio iuris* de carácter suspensivo son verdaderos supuestos negociales de formación sucesiva, en los que el evento futuro e incierto dispuesto por la Ley como condicionante forma parte del ciclo formativo de tal supuesto, suspendiendo sólo la eficacia y no la perfección del negocio<sup>354</sup>. En cualquier caso, la importancia de la discusión en cuanto a la calificación conceptual de las denominadas condiciones *iuris* queda en gran medida desvirtuada desde el momento en que, como parece ser, sea legítimo el recurso a la regulación legal de la condición voluntaria o propia en orden a su aplicación, salvo en lo que sea manifiestamente incompatible, a ese otro fenómeno paralelo<sup>355</sup>. Además, al margen de su respectivo origen voluntario o legal, la condición propia y la *conditio iuris* no son fenómenos tan alejados si se contempla el fenómeno de la condición, tal y como insisten en hacerlo algunos autores de relieve, desde una perspectiva objetiva y preceptivista. Así, en relación con la condición voluntaria, se ha afirmado que la misma tiene la función de delimitar de manera expresa y precisa la hipótesis o el supuesto de hecho de vigencia de la reglamentación negocial, de modo que lo que se persigue es que esta reglamentación sólo pueda entrar en vigor cuando se realice, y en la medida en que se realice, tal hipótesis<sup>356</sup>. En relación con la *condición legal* podría decirse algo parecido. Dicha *condición* puede ser vista también como un elemento o hipótesis integrado en un supuesto de hecho normativo —con proyección de efectos sobre un concreto negocio jurídico— que determina, mediante su acaecimiento, la entrada en vigor de la reglamentación negocial o, en general, de los efectos de ese negocio.

3. En cualquier caso, es importante destacar que en el supuesto de considerar que la íntegra suscripción de la ampliación constituye una auténtica condición de la eficacia del acuerdo de aumento, habría que ver en la misma un *supuesto peculiar* dentro del género de la *conditio iuris* (o, si se prefiere, de los presupuestos legales de eficacia), no equiparable por entero a esta última figura jurídica. Frente a las condiciones voluntarias —que responden únicamente al

---

las diversas especies de obligaciones", *cit.*, p. 1003; DÍEZ-PICAZO/GULLÓN, *Sistema de Derecho Civil*, II, *cit.*, p. 99.

<sup>354</sup> PETRELLI, *La condizione "elemento essenziale" del negozio giuridico*, *cit.*, p. 334-335 (con ulteriores citas de doctrina italiana).

<sup>355</sup> Así, MONTÉS PENADÉS, "De las diversas especies de obligaciones", *cit.*, p. 1003; PETRELLI, *La condizione "elemento essenziale"*, *cit.*, p. 339-341, quien basa la aplicación del régimen legal de la condición voluntaria en el recurso a la analogía.

<sup>356</sup> DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 348-349.

interés privado de los sujetos autores del negocio—, una de las características de las condiciones impuestas por la Ley es que, bajo las mismas, subyacen intereses externos de orden superior que la propia Ley hace prevalecer, de esta manera, sobre el interés interno de las partes del negocio. Ese interés externo puede ser, bien el interés público, bien el interés de ciertos sujetos que son terceros respecto de las partes del negocio (interés privado externo)<sup>357</sup>. Esto determina que la *conditio iuris* quede fuera del campo de actuación de la autonomía privada de los contratantes, que no pueden excluirla, por ser aquélla un elemento o circunstancia determinante de la eficacia de un negocio de carácter necesario, constante y no contingente<sup>358</sup>. Sin embargo, en el caso que nos ocupa, quizá por considerar que el interés tutelado es, sobre todo, el interés privado de los sujetos partícipes en la operación de aumento, el artículo 161 de la Ley de anónimas permite a las partes (en rigor, a la sociedad mediante la oportuna cláusula inserta en las condiciones de emisión) excluir o eliminar el presupuesto o condicionamiento legal y *purificar*, en lo que a este aspecto se refiere, el acuerdo de aumento desde su adopción. Esta capacidad de disposición añade una nota de “voluntariedad” (podría presumirse, incluso, que la sociedad desea establecer dicha condición al rechazar la posibilidad que la propia Ley le brinda para excluirla) que no es predicable respecto de las denominadas condiciones *iuris* típicas y que permite, quizá, ver el supuesto del artículo 161 como un fenómeno, en cierto modo, *intermedio* entre una condición voluntaria y una *condición legal*<sup>359</sup>.

---

<sup>357</sup> PETRELLI, *La condizione “elemento essenziale”, cit.*, p. 116 y p. 340. Por esto, los supuestos catalogados dentro del fenómeno de la *conditio iuris* suelen ser supuestos en los que la eficacia (o, incluso, la propia existencia) de un acto o de un negocio jurídico dependen de que se consiga algún tipo de autorización administrativa por parte de algún órgano del Estado.

<sup>358</sup> La indisponibilidad de la condición legal por obra de la autonomía de la voluntad de los sujetos privados es opinión unánime, así, por ejemplo, MONTÉS PENADÉS, “De las diversas especies de obligaciones”, *cit.*, p. 1003.

<sup>359</sup> El que en el contexto del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas la circunstancia fáctica de la íntegra suscripción del aumento pueda considerarse asimilable a las *condiciones legales o presupuestos legales de eficacia*, no significa que esa misma circunstancia (la íntegra suscripción) no pueda actuar como una verdadera condición propia a la que voluntariamente la sociedad somete la eficacia del acuerdo de aumento. Como se ha indicado, así ocurre en el ámbito de la sociedad de responsabilidad limitada, en el que por virtud del artículo 77 de la Ley de

### 1.3.1. *Modus operandi* de la condición de la íntegra suscripción sobre el acuerdo de aumento

Considerar la hipótesis de que la suscripción completa de la cifra de aumento actúa, en virtud del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas, como una auténtica condición de eficacia del acuerdo de aumento, exige examinar, siquiera brevemente y sólo en los aspectos más relevantes, el modo de operar de dicha condición. Para ello hay que tener en cuenta que dicho acuerdo representa sólo un eslabón de la cadena de actos jurídicos que integran la operación de aumento del capital como negocio jurídico complejo, y que esta operación se rige por especiales reglas jurídicas imperativas que no pueden ser desconocidas.

#### *a) Carácter suspensivo de la pretendida condición de la íntegra suscripción del aumento del capital*

1. En cuanto al carácter suspensivo o resolutorio, no parece haber dudas de que la íntegra suscripción se proyecta sobre el acuerdo de aumento a modo de condición suspensiva. Como es sabido, la diferencia entre la condición suspensiva y la resolutoria se encuentra, básicamente, en que, conforme a la primera, los efectos del negocio se subordinan a la verificación del suceso incierto en que la condición consiste, mientras que, si la condición es resolutoria, los efectos del negocio comienzan a desarrollarse desde el momento de la celebración del negocio (como si el negocio fuera puro), de modo que el acaecimiento de la condición determina la resolución o cancelación de esos efectos ya producidos (arts. 1113 y 1114 C.c.). La naturaleza suspensiva de la pretendida condición presente en el artículo 161 supone que la eficacia del acuerdo de aumento queda subordinada al hecho de que la cifra acordada llegue

---

Sociedades de Responsabilidad Limitada, la eficacia del aumento no depende de que se logre el *íntegro desembolso*, salvo que la sociedad haya establecido dicha relación de dependencia mediante la oportuna declaración expresa en el acuerdo de aumento. Y del mismo modo puede también considerarse como una auténtica condición voluntaria, los casos en los que la sociedad hace depender la eficacia del acuerdo de aumento del hecho de que sea suscrita una cantidad mínima de la cifra de la ampliación (*vid. infra* Capítulo 4º, III, 2.).



a ser suscrita en su totalidad. La suspensión de los efectos del negocio condicionado hasta que se verifique, en su caso, el acaecimiento del suceso futuro e incierto en que consiste la condición es, por lo demás, una de las notas esenciales de las denominadas condiciones *iuris* o presupuestos legales de eficacia, que, por su propia naturaleza, se compaginan mal con el carácter resolutorio.

2. Como obstáculo al carácter suspensivo de esta pretendida condición implícita en el artículo 161 puede traerse a colación, sin embargo, el argumento según el cuál la ejecución de un negocio sometido a una condición suspensiva no puede comenzar hasta el momento mismo del cumplimiento de la condición<sup>360</sup>. Pero, lo que ocurre en el presente caso es, precisamente, que la posibilidad de que la circunstancia que constituye la condición llegue a verificarse depende, a su vez, de que el acuerdo de aumento comience a ejecutarse, esto es, de que se realicen una serie de actuaciones (la puesta a disposición o el ofrecimiento de las nuevas acciones emitidas) que tienen su causa en el propio acuerdo de aumento. Este obstáculo no es, sin embargo, suficiente para negar el carácter suspensivo de esta peculiar condición, al menos por dos razones.

En primer lugar, porque la figura de la condición resolutoria no resulta adecuada al caso que se analiza. Si se considera que la falta de íntegra suscripción constituye una condición resolutoria de la eficacia del acuerdo de aumento, habría que admitir en consecuencia que dicho acuerdo despliega todos los efectos que le son propios desde el momento mismo de su adopción, sin perjuicio de que, posteriormente, estos efectos pudieran quedar invalidados como consecuencia de la falta de cumplimiento de la condición. Si, como ya se sabe, por tales *efectos propios* de esta clase de acuerdo social hay que entender, principalmente, la modificación de los Estatutos en relación con la cifra del capital social, habría que concluir que dicha modificación se produce inmediatamente

---

<sup>360</sup> Así, específicamente, con relación al acuerdo de aumento sometido a una condición suspensiva, ROJO, "El acuerdo de aumento", *cit.*, p. 2342-2343.

después de la adopción del acuerdo, a salvo de su posible ineficacia sobrevenida por la posterior falta de íntegra suscripción del aumento. La consecuencia de considerar que la condición de la suscripción del aumento tiene carácter resolutorio choca frontalmente con los principios básicos que rigen esta materia, y que prohíben que en los Estatutos sociales conste una cifra de capital que todavía no ha sido suscrita: la Ley exige que el efecto modificativo de la cifra estatutaria del capital social perseguido con el acuerdo de aumento se encuentre precedido cronológicamente por la emisión de las correspondientes acciones, por su suscripción y por su desembolso mínimo. Por esta razón, la *condición* (ya sea legal o voluntaria) de la íntegra suscripción de la cifra de aumento no puede actuar sobre los efectos del acuerdo —la correspondiente modificación estatutaria— de manera resolutoria.

En segundo lugar, porque aquella aparente contradicción entre negocio sometido a condición suspensiva y posibilidad de iniciar actos de ejecución del negocio antes del acaecimiento de la condición no es insuperable. Ciertamente, según la concepción tradicional, la condición suspensiva ha sido vista como una clase de condición de cuyo cumplimiento se hacía depender la existencia o vigencia misma del negocio o de las obligaciones condicionadas, o, al menos, de todos y cada uno de sus efectos. Por el contrario, las tendencias doctrinales actuales se inclinan abiertamente por considerar que de la verificación del evento condicionante no depende ni la existencia, ni la perfección del negocio (que siguen ligadas al momento en que el negocio se concluye), y que incluso con relación a los efectos, tampoco todos y cada uno de los que se derivan del negocio quedan necesariamente postergados al cumplimiento de la condición. De esta manera, el condicionamiento suspensivo de un negocio no impide reconocer que éste pueda producir *ciertos efectos* desde el momento en que es celebrado, dando lugar a una eficacia, aunque debilitada, ya durante la fase de pendencia<sup>361</sup>. Así, la solución al problema de la posible eficacia del negocio condicionado

---

<sup>361</sup> Díez-PICAZO, *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 353; A. ÁLVAREZ VIGARAY, "La retroactividad de la condición", *ADC*, 1964, II, p. 832.

suspensivamente ya durante la fase previa a la verificación de la condición reside en la distinción de lo que son, en cada caso, los efectos preliminares o provisionales (ligados al solo hecho de la válida celebración del negocio e independientes del cumplimiento de la condición), de aquellos otros efectos que sólo podrán tener lugar si el evento llega a producirse, identificándose estos últimos con lo que podría llamarse *plenos efectos o efectos típicos* del negocio según lo pactado y su propia naturaleza<sup>362</sup>. Es en esa *cierta eficacia* existente durante la fase de pendencia en la que se fundamenta el reconocimiento de unos determinados deberes de las partes derivados del negocio ya celebrado y exigibles durante esa fase, como pueden ser el deber de actuar conforme a lo pactado a fin de hacer posible o no impedir el cumplimiento de la condición y salvaguardar los derechos latentes de los sujetos implicados de cara a la situación definitiva a la que se llegará si se cumple la condición (deberes de conservación, ciertos deberes de ejecución, etc...).

3. Si se trasladan estas consideraciones generales a la materia que nos ocupa podría decirse que lo que queda condicionado al hecho de que se cumpla la condición de la íntegra suscripción del aumento es sólo el *efecto típico y definitivo* perseguido con la adopción del acuerdo de aumento el capital (la elevación del capital social en la cifra acordada y la correspondiente modificación estatutaria) y los que de él se derivan (adquisición de la condición de accionista, etc...). A diferencia de estos efectos típicos y, por tanto, condicionados *ex lege* a la íntegra suscripción de la emisión, entre los efectos preliminares y no sometidos, por lo tanto, a condición se encuentra comprendida la posibilidad de iniciar la ejecución del acuerdo (que, además, es un deber legal impuesto a cargo de los administradores de la sociedad). La realización de los actos de ejecución del acuerdo de aumento, sustentados sobre la existencia y la presunta validez intrínseca de este último, va aquí encaminada a crear la situación jurídica (aunque provisional y, todo lo más, generadora de meras expectativas de

---

<sup>362</sup> Vid., IGLESIAS CUBRÍA, *Los derechos patrimoniales eventuales*, cit., p. 194; MONTÉS PENADÉS, "De las diversas especies de obligaciones", cit., p. 1040.

derechos) necesaria para que, si el aumento es suscrito por completo (es decir, si la condición se cumple), puedan producirse los efectos definitivos propios del acuerdo de aumento. El supuesto es, pues, muy parecido a aquellos otros en los que la celebración de un negocio condicionado suspensivamente impone a alguna de las partes un deber de cooperar, o, incluso un deber de efectuar algún tipo de actuación material, sin la cual no sería posible el eventual cumplimiento de la condición (deberes de actuar para que la condición se cumpla)<sup>363</sup>.

*b) Imposibilidad de cumplimiento ficticio de la condición*

Como es sabido, el Código Civil reconoce el denominado cumplimiento ficticio de la condición como remedio en favor del acreedor de la prestación para los casos en que el obligado en una relación obligatoria condicional impide voluntariamente el cumplimiento de la condición. Son casos en que —ya sea por acción, ya por omisión— el obligado incumple un deber de cooperación o de actuación que corre a su cargo para que la condición dependiente del azar o de un tercero pueda cumplirse (art. 1119 C.c.). No obstante, queda fuera de toda duda que esta solución legal no puede aplicarse al caso hipotético en que, como consecuencia directa de una conducta obstativa de los administradores, de ciertos socios, o bien de terceros pueda llegar a impedirse el cumplimiento de la condición de la íntegra suscripción del aumento. A pesar de que la falta de la íntegra suscripción tenga su causa directa en la conducta obstativa deliberada de algún sujeto, la condición debe entenderse como no cumplida y el acuerdo de

---

<sup>363</sup> Vid., LÓPEZ FERNÁNDEZ, *La condición suspensiva*, cit., p. 83 y ss. En cualquier caso, los problemas que puede plantear la posibilidad de ejecutar el acuerdo de aumento sometido a condición suspensiva durante la fase de pendencia decaen si se interpreta que, a pesar de que la Ley hace descansar las consecuencias de la falta de la íntegra suscripción de manera concreta sobre el acuerdo de aumento (y no, genéricamente, sobre el aumento del capital, vid. *supra* Capítulo 2º, I, 2.), en realidad, lo que queda sometido a dicha condición no son tanto los efectos del *acuerdo de aumento*, como los efectos de la *operación de aumento*. En este caso, el acuerdo de aumento será ejecutable, pero la operación sólo tendrá efectos si se produce el acaecimiento de la condición (Vid., ROJO, "El acuerdo de aumento", cit., p. 2343, quien destaca que, a diferencia del *acuerdo de aumento* condicionado, si la condición suspensiva se proyecta sobre la *operación de aumento*, el acuerdo es ejecutable, pero la operación no producirá efectos hasa el acaecimiento, en su caso, de la condición), en nuestro caso, si la cifra del aumento es suscrita en su totalidad dentro del plazo de suscripción.

aumento ineficaz. Las razones son obvias y no merecen mayor detenimiento. Por un lado, porque considerar un aumento de capital como íntegramente suscrito cuando la suscripción ha sido incompleta o ni tan siquiera ha llegado a producirse vulnera el principio imperativo de la íntegra suscripción del capital social. Por otro, porque —como ya hemos señalado— en la hipótesis de que la íntegra suscripción del capital pueda calificarse jurídicamente como una condición de eficacia del acuerdo de aumento, la figura de referencia son las referidas *condiciones legales* o *presupuestos legales de eficacia*, respecto de las que tampoco suele admitirse la posibilidad de cumplimiento ficticio<sup>364</sup>. Y, en fin, porque es evidente que el supuesto planteado no encaja con el que regula el artículo 1119 del Código Civil, consistente en la conducta voluntaria impeditiva de la *parte deudora* de la *relación obligatoria* condicionada.

Por estas razones, al menos en los casos en los que la falta de la íntegra suscripción se deba a un comportamiento obstativo de los administradores, la única consecuencia será, si acaso, la del resarcimiento de los eventuales perjuicios que pueda acarrear el fracaso de la operación de aumento, exigiendo de aquéllos indemnización por los perjuicios derivados de su actuación impeditiva del posible cumplimiento de la condición. Esta es, por lo demás, la consecuencia que se deriva de la actuación de un tercero ajeno a la relación obligatoria condicionada que, voluntariamente, impide el cumplimiento de la condición a la que está sometido ese negocio del que no es parte, o la que se deriva también de aquellos otros supuestos en los que el cumplimiento ficticio no basta para satisfacer el interés del acreedor<sup>365</sup>. En cualquier caso, hay que reconocer que el problema de la actuación impeditiva u obstaculizadora de los administradores en orden a la obtención de la íntegra suscripción del aumento excede de su

---

<sup>364</sup> Entre otros, MONTÉS PENADÉS, "De las diversas especies de obligaciones", *cit.*, p. 1088 y ss.; R. ÁLVAREZ VIGARAY, "Comentario al artículo 1119", en C. Paz-Ares/L. Díez-Picazo/R. Bercovitz/P. Salvador Coderch (dirs.), *Comentario del Código civil*, II, Madrid, 1993, Ministerio de Justicia, p. 87.

<sup>365</sup> MONTÉS PENADÉS, "De las diversas especies de obligaciones", *cit.*, p. 1092; LÓPEZ FERNÁNDEZ, *La condición suspensiva*, *cit.*, p. 107 y ss.; C. ARIJA SOUTULLO, *Los efectos de las obligaciones sometidas a condición suspensiva*, Madrid, 1999, p. 156-168.

tratamiento por la simple vía de la condición. En realidad, tal comportamiento, esté o no sometida la eficacia del acuerdo de aumento a la condición de la íntegra suscripción, constituye una infracción de los genéricos deberes de diligencia y de lealtad, susceptible de dar lugar a las correspondientes acciones de responsabilidad reconocidas por la Ley de Sociedades Anónimas (arts. 134 y 135).

### *c) Inaplicación del principio de retroactividad*

Como es sabido uno de los principios generales asociados al condicionamiento de los actos o negocios jurídicos es el de la *retroactividad* de los efectos dependientes de la condición. La doctrina suele interpretar el artículo 1120 del Código Civil en el sentido de que los efectos que dependan del cumplimiento de la condición, una vez verificado este cumplimiento, se entenderán producidos desde el momento de la celebración del negocio condicionado (o nacimiento de la relación obligatoria), como si éste fuera puro. En la materia que nos ocupa —y por lo que respecta al momento en que han de entenderse producidos esos *plenos efectos* del acuerdo de aumento dependientes del cumplimiento de la condición, es decir, la modificación de los estatutos consistente en la elevación de la cifra del capital social— la aplicación del principio de retroactividad así formulado daría lugar a que, *una vez verificada la condición de la íntegra suscripción*, el aumento del capital debería entenderse producido *a todos los efectos* en el momento mismo de la adopción del acuerdo de aumento.

Sin embargo, el principio de retroactividad no parece que pueda aplicarse (o, al menos, no en toda su extensión) a los plenos efectos jurídicos del acuerdo de aumento del capital<sup>366</sup>. Es más, cabe afirmar que, en este supuesto, tampoco

---

<sup>366</sup> Además, el principio de retroactividad de los efectos negociales sometidos a condición suspensiva tampoco es una nota esencial de la misma. Se dice, por ello, que en las condiciones establecidas por voluntad de las partes (*conditio facti*), éstas pueden excluir dicho principio. Además, existen otros casos cuya peculiar naturaleza excluye *per se* el efecto retroactivo (*vid.* R.

estos efectos definitivos se producen inmediatamente después de la constatación del cumplimiento de la condición, al igual que tampoco tales efectos se ligán al momento de la adopción del acuerdo incluso cuando éste no se encuentra condicionado. Debido a la peculiaridad del supuesto (un acto condicionado que se inserta en la estructura de una operación negocial compleja de formación sucesiva), para la producción de los plenos efectos se hace necesario que se realicen igualmente el resto de actos que forman parte de dicha operación. Sólo tras la completa realización de todos los actos que integran ese negocio complejo de formación sucesiva (al menos, la suscripción, el desembolso y la adjudicación de las nuevas acciones) la operación de aumento puede entenderse quedará concluida. Por ello, el aumento del capital social en la cifra acordada y los demás efectos que de él se derivan sólo podrán tener lugar con la inscripción en el Registro Mercantil si se entiende que la misma tiene efectos constitutivos, o bien, aunque sólo a efectos internos, tras el acto de adjudicación de las nuevas acciones o tras el acto de otorgamiento de la escritura pública si se considera que la inscripción tiene meros efectos declarativos<sup>367</sup>.

Es tema discutido todavía en la actualidad si la inscripción del aumento del capital en el Registro Mercantil (en rigor, la inscripción de la ejecución del acuerdo de aumento) tiene carácter constitutivo o meramente declarativo<sup>368</sup>. La controversia doctrinal se encuentra motivada por el

---

ÁLVAREZ VIGARAY, "Comentario al artículo 1120", en C. Paz-Ares/L. Díez-Picazo/R. Bercóvitz/P. Salvador Coderch (dirs.), *Comentario del Código civil*, II, Madrid, 1993, Ministerio de Justicia, p. 87; ALBALADEJO, *Derecho Civil*, I, vol. 1º, cit., p. 325. En la jurisprudencia la relatividad del principio de retroacción de los efectos ligados al cumplimiento de una condición suspensiva han sido destacados por la STS de 23 de diciembre de 1996 (Ar. RJ 9374), en la que se enjuiciaba una operación de fusión por absorción de dos sociedades anónimas sometida a condición suspensiva.

<sup>367</sup> Ahora bien, la negación de la retroactividad de los efectos hasta la fecha de la adopción del acuerdo de aumento, no obsta, en nuestra opinión, para que la sociedad pueda establecer expresamente que el contenido de algunos derechos de socio empezarán a computarse desde ese momento o, incluso, desde un momento anterior. Así, en la práctica no es infrecuente encontrar casos en los que, como técnica de incentivo a la suscripción, la sociedad anuncia a los suscriptores que el disfrute de algunos de los derechos económicos (v.gr.: derecho al dividendo) de las nuevas acciones se retrotraerá a una fecha anterior a la de la adjudicación de esas acciones, esto es, que los nuevos socios cobrarán dividendos calculados sobre la base de los beneficios obtenidos por la sociedad durante un determinado período anterior a la adquisición de la condición de socio.

<sup>368</sup> Como es sabido, según la concepción tradicional, se habla de inscripciones constitutivas para hacer referencia a aquéllas de las que depende la propia validez o eficacia (o la perfección o existencia misma) del acto o del hecho inscribible. Por el contrario, son inscripciones declarativas

silencio que la Ley guarda sobre esta cuestión, a diferencia de lo que ocurre en relación con alguna otra operación jurídico-societaria (*cfr.* art. 245 LSA, que establece la naturaleza constitutiva de la inscripción de la fusión) y de lo que acontece en otros Ordenamientos jurídicos que se han encargado de aclarar de manera expresa el carácter que tiene la inscripción del aumento<sup>369</sup>. Es verdad que la Ley vigente contiene algunos

---

aquéllas de las que no depende la existencia o perfección del acto o hecho inscribible (que será existente y válido y producirá los efectos jurídicos que le son propios si reúne los requisitos generales de validez y aquellos otros específicos según la naturaleza del acto), sino que constituyen meros instrumentos para la *oponibilidad* del acto o hecho inscribible frente a terceros, perjudicando, sólo desde entonces, al tercero de buena fe (aquel que desconocía efectivamente el acto inscrito —y, hoy, publicado—).

Esta concepción tradicional de las inscripciones constitutivas como requisitos o elementos de perfección del acto inscribible ha sido sometida a una profunda revisión por A. PAU PEDRÓN, "La publicidad registral de la sociedad anónima", *AAMN*, T. XXX, vol. 2º, 1991, p. 73 y ss.; *id.* voz "Registro Mercantil", *Enciclopedia Jurídica Básica*, IV, Madrid, 1994, p. 5729. El autor sostiene con fundamento que en ningún caso (ni tan siquiera en las denominadas inscripciones *constitutivas*) la inscripción en el Registro Mercantil es un "elemento del negocio", de manera tal que el negocio o acto inscribible existe jurídicamente ya antes y al margen de la inscripción. La inscripción en el Registro se mueve siempre y en todo caso en el terreno que le es propio: la publicidad y la *oponibilidad* de lo inscrito (y publicado) frente a los terceros. Desde este punto de vista, la única diferencia entre las denominadas inscripciones constitutivas y declarativas se sitúa en la mayor o menor amplitud de la *oponibilidad* registral. Así, la inscripción *declarativa* perjudica al tercero (que no podrá alegar desconocimiento para no quedar afectado por el acto inscrito), pero también permite que la publicidad extraregistral le perjudique también (es decir, que el tercero que efectivamente conoce el acto inscribible y no inscrito quedará igualmente afectado por él). En cambio, la inscripción *constitutiva* es aquélla que "excluye la *oponibilidad* en términos absolutos", puesto que la inscripción es la única vía para que el acto inscribible perjudique a terceros, los cuáles no quedarán afectados por él incluso aunque lo conocieran efectivamente por cauces ajenos al registro (*vid.* PAU PEDRÓN, "La publicidad registral de la sociedad anónima", *cit.*, p. 73).

<sup>369</sup> *Cfr.*, como paradigma de la inscripción de carácter estrictamente constitutivo, el § 189 AktG alemana. Por el contrario, se decantan por otorgar a la inscripción mero carácter declarativo, el artículo 88 del Código de Sociedades Comerciales portugués (que establece que para todos los efectos internos, el capital se considerará aumentado y las participaciones constituidas a partir de la fecha del otorgamiento de la escritura pública), y, en Francia, el artículo L. 225-146 del *Code de Commerce* (antiguo artículo 192 de la *Loi des Sociétés Commerciales* de 1966) en relación con el artículo 168 del *Décret n. 67-236*, de 23 de marzo de 1967, que establece que el aumento está *realizado* desde la declaración notarial de suscripción y desembolso del capital (o desde la emisión del certificado del depositario de las aportaciones), no estando subordinado a la inscripción en el Registro (*vid.*, RIPERT/ROBLLOT, *Traité de Droit Commercial*, I, *cit.*, nº 1947, p. 1421-1422), o incluso desde la conclusión del contrato de asunción en firme con una o varias entidades financieras que garanticen de manera irrevocable el buen fin de la operación de aumento (art. L. 225-144 *Code de Commerce*). En Italia el artículo 2444 del *Codice civile* establece que en los treinta días siguientes al cierre de la suscripción del aumento, los administradores deben depositar para su inscripción en el *registro delle imprese* una declaración de que el aumento del capital ha sido ejecutado, de modo que hasta que no se practique la inscripción "*l'aumento del capitale non può essere menzionato negli atti della società*". La doctrina más reciente se inclina a pensar decididamente que la referida inscripción no tiene carácter constitutivo, sino declarativo y que, en este sentido, es un mero requisito de *oponibilidad* frente terceros (*vid.* GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale*, *cit.*, p. 316 y ss. y, sobre todo, p. 343 y ss; MEO, *Gli effetti dell'invalidità delle deliberazioni assembleari*, *cit.*, p. 136; C. GANDINI, "Modificazioni dell'atto costitutivo nelle società di capitali" (I), *Giur. Comm.*, 1989, I, p. 864 y ss.).



preceptos que ofrecen cierta base para entender que la inscripción del aumento del capital tiene carácter constitutivo (cfr. arts. 62 y 162 LSA, y arts. 28 y 78 LSRL), que han sido utilizados por algunos autores para sostener esta última interpretación<sup>370</sup>. En efecto, por un lado, el artículo 62 de la Ley de Sociedades Anónimas (y, en un ejercicio de mimetismo, también el artículo 28 de la Ley de limitadas) establece que hasta la inscripción de la sociedad (de la que nadie duda su carácter consitutivo de la forma social), o del acuerdo de aumento en el Registro Mercantil, no podrán entregarse ni transmitirse las acciones o participaciones. Por otro lado, el artículo 162.3 del citado cuerpo legal (y el artículo 78.3 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada), después de obligar a la inscripción del acuerdo de aumento y de su ejecución, otorga a los suscriptores/aportantes el derecho a exigir la restitución de las aportaciones (y a resolver la obligación de aportar) cuando no se hubiere solicitado la inscripción de la ejecución del aumento después de transcurrido un determinado plazo legal.

Los citados preceptos no son obstáculo, sin embargo, para que la más reciente y autorizada doctrina afirme mayoritariamente que la inscripción

---

<sup>370</sup> Así, entienden que la inscripción del aumento del capital tiene carácter constitutivo, tanto frente a terceros, como a los efectos de la adquisición de la condición de socio y del nacimiento de las acciones o participaciones, F. VICENT CHULIÀ, *Introducción al Derecho Mercantil*, 14ª ed., Valencia 2001, p. 439-441, y ya antes en *Compendio crítico de Derecho Mercantil*, t. I, vol. 2º, 3ª ed., Barcelona, 1991, p. 764; P. YANES YANES, "Exclusión del derecho de suscripción y tutela del accionista", *CRDBB*, nº 1, 1995, p. 148-149: "la adquisición de la condición de socio no depende únicamente de la perfección del negocio de suscripción de las nuevas acciones sino de la posterior inscripción registral (constitutiva) del acuerdo de aumento y de su ejecución", de modo que "al carecer la ejecución del aumento aún de reflejo registral, [...] a partir de la celebración del negocio de suscripción el tercero ostenta una suerte de derecho a la consolidación de la posición de socio, no habrá aún derechos corporativos adquiridos [...]"; GARCÍA LUENGO/ SOTO VÁZQUEZ, *El nuevo régimen jurídico*, cit., p. 723.; por lo que parece, DE LA CÁMARA, *El capital social*, cit., p. 309. Esta opinión era también la sostenida antes de la Ley vigente por GARRIGUES-Olivencia, *Comentario*, II, cit., p. 290.

Junto a estas opiniones, es por todos conocido que la Dirección General de los Registros y del Notariado ha venido estimando reiteradamente, aunque siempre a los efectos de apreciar la legitimidad del solicitante para el nombramiento de un auditor al amparo del artículo 205.2 de la Ley de Sociedades Anónimas y del artículo 86.2 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada, que la inscripción del aumento tiene carácter constitutivo (*vid.*, entre algunas otras, RRDGRN de 8 de octubre, 27 de octubre, 17 de noviembre y 3 de diciembre de 1999, RDGRN de 4 de abril de 1997; RDGRN de 29 de noviembre de 1996; RDGRN de 28 de marzo de 1995). En este sentido la Dirección General sostiene que, *para el registrador* (que ha de decidir necesariamente sobre la base de los datos que se hallan inscritos en el propio Registro) estará legitimado para pedir el nombramiento del auditor el socio que siga representando más del cinco por ciento del capital social en el momento de la solicitud porque no se haya inscrito todavía el aumento del capital que ha producido la dilución de la posición del solicitante. Y viceversa, que no puede darse curso a la solicitud de aquél que haya alcanzado tal porcentaje a raíz de un aumento del capital social que todavía no se encuentre inscrito en el Registro Mercantil (ya que *de los datos que obran en el Registro* no se puede inferir que el sujeto solicitante tenga el porcentaje legalmente exigido para legitimar su pretensión).

del aumento del capital carece de eficacia constitutiva<sup>371</sup>. De una parte, se afirma que, en nuestro Derecho, la regla general es la del carácter declarativo de las inscripciones registrales, salvo que el legislador, en un acto de decisión de política legislativa, exceptue dicha regla general<sup>372</sup>.

---

<sup>371</sup> Así, ROJO, "El acuerdo de aumento", *cit.*, p. 2341; *id.* "El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada", *cit.*, p. 859; R. URÍA/A. MENÉNDEZ/J. GARCÍA DE ENTERRÍA, en R. Uría/A. Menéndez, *Curso de Derecho Mercantil*, I, Madrid, 1999, p. 960; y, en el mismo sentido, para la sociedad limitada, R. URÍA/A. MENÉNDEZ/J. L. IGLESIAS PRADA, en R. Uría/A. Menéndez, *Curso de Derecho Mercantil*, I, Madrid, 1999, p. 1184; A. PERDICES HUETOS, *Cláusulas restrictivas de la transmisión de acciones y participaciones*, Madrid, 1997, p. 326-328; J. MACHADO PLAZAS, "Comentario a los artículos 161 y 162", en I. Arroyo/J.M. Embid Irujo, *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, II, Madrid, 2001, p. 1711; y para la sociedad limitada, MACHADO PLAZAS/MERCADAL VIDAL, "Modificación de Estatutos. Aumento y reducción del capital social", *cit.*, p. 785; A. ÁVILA DE LA TORRE, *La modificación de estatutos en la Sociedad Anónima*, Valencia, 2001, p. 470 y ss.; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital", *cit.*, p. 295-296; PAU PEDRÓN, "La publicidad registral de la sociedad anónima", *cit.*, p. 75 y ss., y en voz "Registro Mercantil", *cit.*, p. 5729, para quien únicamente tiene carácter constitutivo la inscripción de la constitución de la sociedad y la inscripción de la fusión (aunque, a su juicio, *de lege ferenda* habría sido conveniente reconocer el carácter constitutivo también de la inscripción del aumento y de la reducción del capital); con dudas al respecto, pero inclinándose por lo que parece por la tesis de la eficacia declarativa, SACRISTÁN REPRESA, "Aumento del capital", *cit.*, p. 290-292.; conforme a la legislación previgente, GIRÓN, *Derecho de Sociedades Anónimas*, *cit.*, p. 481-482. Una tesis ecléctica es la que mantiene CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", *cit.*, p. 789 y ss. (y, más recientemente, en CABANAS TREJO/MACHADO PLAZAS, *Aumento del capital y desembolso anticipado*, *cit.*, p. 140, aunque *cfr.* p. 97 en la que los autores se decantan con claridad por la defensa del carácter declarativo), para quien, aunque antes de la inscripción el aumento es válido y eficaz y obliga tanto a la sociedad como a los suscriptores, "de acción entendida como posición jurídica del socio en la sociedad, comprensiva de la partición en el capital social y del conjunto de derechos que confiere la condición de socio, sólo puede hablarse una vez practicada la inscripción, [...] por lo que el socio difícilmente legitimarse para el ejercicio de los derechos de socio" ("La suscripción incompleta", *cit.*, p. 792). Con todo, el autor considera que ésto no obsta para que el suscriptor tenga ya antes de la inscripción un interés digno de tutela (la titularidad de unos "eventuales" derechos de socio) que la sociedad no puede desconocer (*últ. op. cit.*, p. 793-795).

La jurisprudencia del Tribunal Supremo, en las escasas sentencias habidas sobre el tema, se ha decantado también por el carácter declarativo de la inscripción del aumento en el Registro Mercantil, cuya ausencia no impide que el aumento sea eficaz en las relaciones internas entre la sociedad y los socios (*vid.* así, la conocida STS de 27 de marzo de 1984, con nota favorable de E. GALÁN CORONA, en CCJC, abril-agosto de 1984, p. 1549 y ss.; también, sobre la base del precedente artículo 24 del Código de Comercio, STS de 29 de septiembre de 1993, Ar. RJ. 6658). Más recientemente, en STS de 30 de marzo de 1999 (Ar. RJ 2420), al hilo, precisamente, de un caso de solicitud de restitución de las aportaciones por falta de inscripción del aumento en el Registro Mercantil en virtud de lo dispuesto por el artículo 162.3 de la Ley de Sociedades Anónimas, el Alto Tribunal ha estimado que los solicitantes no van contra sus propios actos si mientras no recaiga sentencia favorable a la restitución —y con independencia de los efectos retroactivos de ésta— siguen actuando y defendiendo sus intereses en la sociedad, lo que implícitamente supone reconocer la posibilidad del ejercicio frente a la sociedad de la posición de socio adquirida con la ejecución del aumento ya antes de que ésta sea inscrita en el Registro Mercantil.

<sup>372</sup> PAU PEDRÓN, "La publicidad registral de la sociedad anónima", *cit.*, p. 74-75, quien afirma que "como el carácter constitutivo deriva, en última instancia, de la decisión del legislador, es inútil plantearse si tiene o no ese carácter la inscripción de otros actos". Así, cuando se discute

Así, se entiende que en el plano interno (relación socios-sociedad) el aumento produce los efectos que le son propios, bien desde que el acuerdo ha sido ejecutado, es decir, desde que los administradores constatan la suscripción y el desembolso y declaran elevado el valor nominal de las antiguas acciones o adjudican las nuevas acciones a los suscriptores<sup>373</sup>, o bien desde que se otorga la escritura pública que documenta la ejecución del aumento<sup>374</sup>. De otra parte, se critica que la Ley equipare acríticamente el proceso de fundación o constitución de la sociedad y el proceso de aumento del capital aplicando la misma regla para la entrega y transmisión de las acciones (art. 62 LSA y art. 28 LSRL), regla, que dicho sea de paso, carece de justificación, cuando menos, en lo que se refiere al aumento del capital<sup>375</sup>. En fin, de otros preceptos legales se deduce que la Ley exige que la escritura pública que documente la ejecución del aumento exprese que la titularidad de los adjudicatarios de las nuevas participaciones se ha hecho constar en el Libro Registro de socios (arts. 78.1 LSRL), de modo que, por virtud de la constancia en el referido Libro Registro, éstos se encuentran ya legitimados frente a la sociedad antes de la inscripción de la escritura en el Registro Mercantil (*arg. ex art. 27 LSRL*)<sup>376</sup>.

A nuestro juicio, y a pesar de las dudas que todavía puedan persistir derivadas de la letra de algunos preceptos de la Ley, los argumentos esgrimidos por la referida doctrina mayoritaria tienen fuerza suficiente para defender que, en el Derecho español, la inscripción del aumento del capital social de las sociedades anónimas y de las sociedades de responsabilidad limitada tiene naturaleza declarativa. Ello significa, simplemente, que el aumento del capital y sus consecuencias no podrán ser oponibles frente a los terceros de buena fe hasta la inscripción en el Registro Mercantil. Pero, frente a la sociedad, la falta de inscripción no impide que los suscriptores o aportantes se encuentren legitimados para ejercitar los derechos que les confiere la posición jurídica adquirida a raíz

---

sobre la naturaleza de la inscripción de algunos actos sobre los que el legislador no se pronuncia, "en realidad sólo cabe plantear si sería conveniente o fundado reconocer, de *lege ferenda*, el carácter constitutivo a determinados actos" (*últ. op. cit.*, p. 75).

<sup>373</sup> ROJO, El acuerdo de aumento", *cit.*, p. 2341; *id.* "El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada", *cit.*, p. 859; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital", *cit.*, p. 295-296.

<sup>374</sup> Así, al menos en relación con la sociedad de responsabilidad limitada, PERDICES HUETOS, *Cláusulas restrictivas de la transmisión de acciones y participaciones*, *cit.*, p. 327.

<sup>375</sup> PERDICES HUETOS, *Cláusulas restrictivas de la transmisión de acciones y participaciones*, *cit.*, p. 328; URÍA/MENÉNDEZ/ IGLESIAS PRADA, en Uría/Menéndez, *Curso de Derecho Mercantil*, I, *cit.*, p. 1185.

<sup>376</sup> Vid., sobre todo, PERDICES HUETOS, *Cláusulas restrictivas de la transmisión de acciones y participaciones*, *cit.*, p. 327, con ulteriores argumentos basados en el artículo 30.4 de la Ley de limitadas; en el mismo sentido, URÍA/MENÉNDEZ/IGLESIAS PRADA, en Uría/ Menéndez, *Curso de Derecho Mercantil*, I, *cit.*, p. 1185; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital", *cit.*, p. 295-296.

de su participación en el aumento del capital. En este punto conviene no olvidar que la opción por el carácter constitutivo de las inscripciones registrales tiene su principal fundamento en la mayor o menor relevancia que pueda tener el acto inscribible para los terceros, de modo que dicho carácter constitutivo tiene una función protectora de los intereses de estos terceros *en no verse perjudicados en absoluto* por circunstancias sujetas a inscripción pero todavía no inscritas<sup>377</sup>. A nuestro modo de ver, al optar a favor del carácter declarativo y no constitutivo a la inscripción del aumento del capital no se perjudican los potenciales intereses de los terceros, sino que, más aún, se aumenta su protección, en especial, en lo que se refiere a los intereses de los acreedores sociales<sup>378</sup>. El aumento del capital no inscrito no podrá perjudicar a los terceros de buena fe, pero los terceros podrán invocar, ya antes de la inscripción, la existencia del aumento acordado y ejecutado en su propio beneficio<sup>379</sup>. Así, los acreedores sociales podrán invocar la existencia de un aumento del capital ya ejecutado (suscrito y desembolsado) como garantía de pago de sus créditos o como representativo de nuevos elementos patrimoniales susceptibles de embargo<sup>380</sup>.

### 1.3.2. La condición de la íntegra suscripción como expresión de la existencia de una *causa concreta* que motivó la adopción del acuerdo de aumento del capital

En fin, el recurso a la teoría de la condición para explicar el tipo de ineficacia del acuerdo de aumento establecido en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas, puede ponerse en relación con la *causa concreta* o *propósito práctico* del aumento del capital. La doctrina ha destacado que el establecimiento de una

---

<sup>377</sup> PAU PEDRÓN, "La publicidad registral de la sociedad anónima", *cit.*, p. 75. Por eso, a su juicio (por entero compartible), está fundada la opción del legislador en otorgar carácter constitutivo a la constitución de la sociedad anónima, a la fusión, y a la delegación de facultades generales, porque afectan a la esencia de toda relación de un sujeto con terceros: la responsabilidad y la representación.

<sup>378</sup> En similar sentido, ÁVILA DE LA TORRE, *La modificación de estatutos*, *cit.*, p. 476.

<sup>379</sup> *Vid.* sobre la transcendental diferencia entre *oponibilidad* e *invocabilidad* de los actos sujetos a inscripción, PAU PEDRÓN, Voz "Registro Mercantil", p. 5730.

<sup>380</sup> Así, incluso para aquéllos que todavía defienden el carácter constitutivo de la inscripción del aumento del capital, no es dudoso que las aportaciones realizadas por los suscriptores han pasado ya a la titularidad de la sociedad (según la doctrina del *título* y el *modo* del artículo 609 del Código civil), integrándose en los fondos propios de la sociedad ya antes de la inscripción del aumento del capital en el Registro Mercantil (VICENT CHULIÁ, *Introducción al Derecho Mercantil*, *cit.*, p. 440).

condición por voluntad de las partes puede servir para conocer la causa concreta o motivo relevante (motivo incorporado a la causa) tenido en cuenta por las partes a la hora de concluir el negocio<sup>381</sup>. En estos casos, las partes subordinan al acaecimiento de un determinado suceso incierto la vigencia de la reglamentación negocial, lo que puede ayudar a determinar los motivos subjetivos que indujeron a celebrar el negocio, y que, por vía de la condición, quedan incorporados al contrato. Así, pueden llegar a considerarse sin causa (concreta) determinados negocios condicionados cuando la condición no se cumpla.

De la relación entre el artículo 161 y la causa concreta del aumento del capital ya hemos hablado en páginas precedentes, por lo que no es necesario insistir sobre ello<sup>382</sup>. Sólo indicar aquí que la consideración de la íntegra suscripción del aumento como una condición de eficacia del acuerdo de aumento permite llegar a la misma conclusión. En el caso de que la íntegra cobertura de la ampliación, o de un determinado porcentaje de la misma, se hubiera establecido como condición de eficacia del acuerdo por voluntad de la sociedad, puede imaginarse que el aumento responde a una concreta finalidad práctica que sólo puede ser conseguida si la ampliación alcanza la cifra prevista, de modo que decae la causa concreta si esa cifra no llega a ser suscrita. En caso de que sea la Ley (como ocurre en el artículo 161) la que somete la eficacia de los acuerdos de aumento de capital a la condición de que la suscripción sea completa —pero con posibilidad de que dicha condición sea excluida por parte de la sociedad—, puede pensarse que la condición lleva implícita una *presunción* (que decae sólo si la sociedad elimina expresamente ese condicionamiento legal) de que, en general, las operaciones de aumento del capital social responden a un concreto motivo o propósito ligado de manera directa a la obtención de la cuantía de capital por la que el aumento es acordado, motivo que, de esta manera, queda incorporado a la

---

<sup>381</sup> IGLESIAS CUBRÍA, *Los derechos patrimoniales eventuales*, cit., p. 190-194; DíEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, cit. p. 236, citando a DE CASTRO; *id.* *Fundamentos*, II, cit. p. 349; la relación entre la causa concreta del negocio y el establecimiento de una condición se encuentra ampliamente explicada por PETRELLI, *La condizione "elemento essenziale"*, cit., p. 51 y ss.

<sup>382</sup> *Vid. supra* Capítulo 3º, I, 3.2.2.

causa misma del negocio: la falta de cumplimiento de la condición haría decaer la causa concreta del aumento, impidiendo, así, que éste pueda llevarse a efecto.

## **2. Los efectos de la ineficacia del acuerdo de aumento a causa de la suscripción incompleta**

Según hemos expuesto, la ineficacia del acuerdo de aumento constituye la consecuencia jurídica que actúa como regla general cuando la ampliación del capital no es suscrita en su totalidad. En este caso, la Ley no se limita a determinar, empero, dicha consecuencia, sino que establece un conjunto de efectos y de obligaciones (restitución de las aportaciones a los suscriptores, publicación de la ineficacia del aumento en el Boletín Oficial del Registro Mercantil, y comunicación del fracaso del aumento del capital a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el caso de que este órgano hubiera intervenido en la verificación general de la operación) como resultado directo e ineludible de la misma<sup>383</sup>.

### **2.1. Obligación de restituir a los suscriptores las aportaciones realizadas**

1. La principal consecuencia que se desprende de la ineficacia del acuerdo de aumento por falta de íntegra suscripción de las acciones emitidas es la restitución a los suscriptores de las aportaciones que hubieran realizado por la suscripción de las acciones procedentes del aumento del capital fracasado (art. 161.2 LSA).

Ya hemos indicado que el aumento del capital constituye una operación compleja que se nutre de una serie de actos dependientes unos de otros, y que, entre estos, el acuerdo de aumento es el acto necesario sobre el que, de manera

---

<sup>383</sup> Es lo que en el contexto más amplio de la ineficacia del negocio jurídico la doctrina ha dado en llamar, expresando, así, la paradoja, "efectos de la ineficacia" (DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, cit., p. 464-465; LÓPEZ BELTRÁN DE HEREDIA, *La nulidad contractual*, cit., p. 37)

directa o indirecta, se fundamentan jurídicamente todos los actos de ejecución. Así se comprende que el hecho de que la Ley haya proyectado de manera expresa la ineficacia por suscripción incompleta sobre el propio acuerdo de aumento determina que todos los actos realizados en ejecución del mismo —y, en particular, los actos de suscripción de las acciones emitidas— resultan, por derivación, igualmente ineficaces<sup>384</sup>. La consecuencia principal que tiene la ineficacia de los actos de suscripción en las relaciones interpartes (sociedad-suscriptores), es la pérdida de la causa o fundamento jurídico de la obligación de aportar el valor de las acciones suscritas<sup>385</sup>. Esta circunstancia determina, por un lado, la extinción de tal obligación en la medida en que aún no hubiera sido cumplida en el momento de acaecer el hecho determinante de la ineficacia (la suscripción incompleta del aumento tras el cierre del plazo de suscripción), y, por otro, el deber de restituir al suscriptor lo ya desembolsado o aportado a cuenta del cumplimiento íntegro de aquella obligación<sup>386</sup>. En cualquier caso, la necesidad

---

<sup>384</sup> Puede decirse, pues, que la declaración de ineficacia del acuerdo de aumento va provocando una ineficacia "en cascada" en relación con los actos jurídicos que le suceden y que integran la operación de aumento del capital, en la medida en que cada uno de ellos encuentra su causa en la válida realización del anterior. A juicio de DÍEZ-PICAZO (*Fundamentos*, I, *cit.*, p. 467), estos fenómenos de "ineficacia en cadena" o de "ineficacia propagada" se producen cuando el nexo de conexión existente entre varios actos o varios contratos consiste en que cada uno de ellos es condición o presupuesto de eficacia del siguiente, de modo que la ineficacia del contrato que es condición o presupuesto determina la ineficacia del que es dependiente, pero no al revés.

<sup>385</sup> En este contexto, la noción de causa ha de entenderse en el sentido de fundamento, justificación o razón de existir de la atribución patrimonial en la que la aportación consiste, esto es, la causa en su función justificadora de la transmisión de bienes (*vid.* DE CASTRO, *El negocio jurídico*, *cit.*, p. 166. En este sentido, puede hablarse de actos jurídicos unidos por un nexo de causalidad en la medida en que "uno de ellos se realiza como consecuencia del otro y tiene por ello su base y su fundamento en él, su misma razón de existir" (DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 231).

<sup>386</sup> El artículo 161.2 de la Ley de Sociedades Anónimas parte de la consideración de que, como mínimo, el desembolso legal inicial del veinticinco por ciento del valor nominal de la acción ha sido ya efectuado por el suscriptor en el momento mismo de suscribir las acciones, o, cuando menos dentro del plazo de suscripción. De este modo, quedando la suscripción sin efecto es lógico que la primera consecuencia derivada de tal ineficacia sea el deber de la sociedad de restituir tales aportaciones. No obstante, puede acontecer, como la práctica demuestra, que el acto de suscripción de las acciones no vaya acompañada de desembolso alguno, porque la sociedad ha postergado ese desembolso inicial (incluso en el mínimo inicial) al cierre del plazo de suscripción (sobre estos casos de desligamiento entre la suscripción y el desembolso y los problemas que pueden plantear en relación con la suscripción incompleta, *vid. infra* Capítulo 6º, II.). En este caso, la única consecuencia de la ineficacia del aumento por suscripción incompleta será, en buena

impuesta por el artículo 161.2 de la Ley de Sociedades Anónimas de restituir lo percibido por la sociedad en concepto de aportación social por razón de las acciones suscritas, no es más que una simple concreción en este específico texto legal de aquello que ya está previsto por las normas generales de la ineficacia negocial (*cfr.* arts. 1295 y 1303 C.c.)<sup>387</sup>. Por esta razón puede decirse que, teniendo su más alto fundamento en la referida normativa del Derecho común, el deber de la sociedad de restituir a los suscriptores las aportaciones realizadas existiría de igual manera al margen de su previsión por el artículo 161.2 de la Ley de Sociedades Anónimas, siendo, si se quiere, el máximo valor de esta norma el de establecer el plazo con el que cuenta la sociedad para cumplir con esta obligación antes de quedar expuesta a las acciones de reclamación de los interesados<sup>388</sup>.

---

lógica, la ineficacia de las suscripciones realizadas y la consecuente resolución de la obligación de aportar (y consiguiente liberación del suscriptor) derivada de las mismas (*vid.* LUTTER, *Kölner Komm.*, *cit.*, § 189, marginal 14).

Puesto que la restitución de las aportaciones es consecuencia de la ineficacia del acuerdo de aumento y de los actos de suscripción realizados sobre las acciones emitidas en virtud del mismo, es claro que la renuncia de los suscriptores a la restitución no permite (al menos por sí sola) imputar válidamente las acciones suscritas al capital social (así, MARCHETTI, "Commento all'art. 20.11", *cit.*, p. 173).

<sup>387</sup> Dentro de lo que, en terminología de DÍEZ-PICAZO (*Fundamentos*, I, *cit.*, p. 464), se conoce con la paradoja de los "efectos del contrato ineficaz", se encuentran tanto la inexigibilidad e irrelevancia de los efectos contractuales, como la desaparición de los mismos. Ésto último supone, salvo casos excepcionales, la necesidad de restablecer la situación anterior a la celebración del contrato, con la consiguiente restitución de las prestaciones o atribuciones patrimoniales que con fundamento en el contrato ineficaz hubieran podido efectuar las partes (*vid.* DÍEZ PICAZO, *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 465-466). Este mecanismo reparatorio consecuencia de la ineficacia se prevé en el artículo 1295 del Código Civil para la rescisión y en el artículo 1303 del mismo texto legal para los supuestos de nulidad y anulabilidad (es opinión dominante en la actualidad que aunque el Código sólo se refiere a la anulabilidad, al menos los artículos 1303, 1307 y 1308 del Código Civil resultan igualmente aplicables a la nulidad, por cuanto ambas figuras de ineficacia se encuentran en él entremezcladas (así, por ejemplo, J. DELGADO ECHEVERRÍA, "Comentario al artículo 1303", en C. Paz-Ares/L. Díez-Picazo/R. Bercovitz/P. Salvador Coderch (dirs.), *Comentarios al Código civil*, II, Madrid, 1993, Ministerio de Justicia, p. 551). Por otro lado, aunque la obligación de restitución regulada en estos preceptos aparece configurada como una obligación recíproca y de cumplimiento simultáneo, es decir, que se parte de que el contrato ineficaz producía obligaciones para ambas partes y ambas las habían cumplido al declararse la ineficacia, se considera que las normas han de ser generalizadas en la medida de lo posible y deben ser de aplicación también para el caso —como el que nos ocupa— de que únicamente se haya realizado una prestación (DELGADO ECHEVERRÍA, "Comentario al artículo 103", *cit.*, p. 552).

<sup>388</sup> De hecho, sólo la norma portuguesa sobre suscripción incompleta del aumento del capital (que, en este punto, parece haber servido de modelo al legislador español) establece de manera



2. A diferencia de otras normas cercanas en las que la restitución de las aportaciones por falta de la correcta o tempestiva culminación de la operación de aumento se configura como una pretensión o facultad dispuesta en favor de los suscriptores (*cfr.* art. 162.3 LSA), la restitución como consecuencia de la ineficacia del aumento por suscripción incompleta es presentada por La Ley como un auténtico deber u obligación legal puesto a cargo de los administradores en cuanto representantes de la sociedad (*cfr.*, art. 161.2 LSA). Ello no significa, en buena lógica, que a esta obligación no corresponda un correlativo derecho de los suscriptores a exigir frente a sociedad la restitución en caso de incumplimiento del referido deber, sino, únicamente, que el órgano de administración debe actuar en tal sentido sin esperar a las reclamaciones de los interesados. Estando, pues, presentes en la norma, de uno u otro modo, ambas vertientes —deber y derecho—, conviene examinar por separado algunas cuestiones en relación con las mismas.

### 2.1.1. La obligación de restitución

#### 2.1.1.1. Plazo

Quiere la Ley que, una vez verificada la suscripción incompleta del aumento,

---

expresa el deber de los administradores de la sociedad de restituir *inmediatamente* a los suscriptores las aportaciones realizadas. Las demás normas sobre el aumento incompleto existentes en los demás sistemas jurídicos silencian toda referencia a las consecuencias de la ineficacia del aumento. Pero este silencio no significa, obviamente, que tras el fracaso del aumento del capital no tengan cabida las pretensiones restitutorias de los suscriptores. Así, en Alemania, donde, según ha de recordarse, no existe una norma sobre la suscripción incompleta del aumento, el tema de los derechos de los suscriptores a la restitución de las aportaciones cuando el aumento del capital ha fracasado (entre otras razones, por suscripción incompleta, por no haberse inscrito a tiempo la ejecución en el Registro Mercantil —*cfr.* § 185.1.4 AktG—, o por declaración de nulidad del acuerdo de aumento) ha suscitado una considerable atención por parte de la doctrina, que entiende que tales derechos de restitución (*Rückgewähransprüche*) encuentran su fundamento jurídico en los §§ 812 y siguientes del BGB, en cuanto que la aportación social ha quedado *sine causa* (*vid.*, entre otros, M. LUTTER, "Vorleistungsrisiko der Zeichner und "freie Verfügbarkeit" bei Gründung und Kapitalerhöhung", *Festschrift für Theodor Heinsius*, Berlin-New York, 1991, p. 496-497; *id.* "Gescheiterte Kapitalerhöhungen", *cit.*, p. 223 y ss.; P. BLECKER, *Die Leistung der Mindesteinlage in Geld zur "(endgültig) freien Verfügung der Geschäftsleitung bei Aktiengesellschaft un Gesellschaft mit beschränkter Haftung im Fall der Gründung und der Kapitalerhöhung*, Frankfurt a. Main-Berlin-Bern- New York-Paris-Wien, 1995, p. 115 y ss; KORT, "Aktien aus vernichteten Kapitalerhöhung", *cit.*, p. 301 y ss.)

la restitución de las aportaciones a los suscriptores se realice sin tardanza, habida cuenta de que la disposición patrimonial hecha en favor de la sociedad ha quedado privada de causa por razón de aquella circunstancia. Según indicábamos, la ineficacia del aumento por este motivo se asemeja al tipo de la nulidad negocial en cuanto que opera de manera automática o *ipso iure* sin necesidad de que los legitimados insten su declaración. Esta “automaticidad” se traslada también a la consiguiente obligación de restitución, que surge, de este modo, por virtud de la simple constatación del fracaso de la ampliación. Así, a fin de compeler a la sociedad a un pronto cumplimiento de este deber, y de evitar que una demora perjudique los intereses de los suscriptores —que no pueden disponer de los fondos o bienes que legítimamente les pertenecen—, la Ley ha fijado un plazo para efectuar el referido cumplimiento, disponiendo, a estos efectos, que la restitución de las aportaciones debe ser llevada a cabo “dentro del mes siguiente a aquel en que hubiera finalizado el plazo de suscripción” (art. 161.2 LSA)<sup>389</sup>.

En relación con el plazo legal de cumplimiento, la única duda se refiere al cómputo del mismo. Una lectura apresurada del precepto induce a pensar en un primer momento que el plazo del que dispone la sociedad para efectuar la restitución es el de un mes a contar desde el cierre del plazo de suscripción. Sin embargo, una observación más atenta del tenor literal de la norma conduce a la conclusión de que este plazo no sólo es más dilatado, sino que, además, variará en función del día del mes en que haya finalizado el período de suscripción: el

---

<sup>389</sup> Aunque por su inmediatez y corta duración el plazo parece haber sido dispuesto, sobre todo, en favor de los suscriptores, también sirve a los intereses de la sociedad, que podrá disponer de un período de tiempo para organizar el mecanismo que servirá para efectuar la restitución sin verse sometida a las reclamaciones de los interesados. Como veremos, el plazo es también importante para calcular los frutos e intereses por demora, que no procederán por el tiempo de vigencia del mismo. Mucho más riguroso para con la sociedad se muestra el artículo 457.3 del Código de Sociedades Comerciales portugués, que establece que la devolución de las aportaciones se realizará “inmediatamente” tras el cierre del plazo de suscripción. La doctrina, no obstante, “suaviza” este rigor al entender que el adverbio “inmediatamente” no debe ser entendido como “instantáneamente”, si no que sólo significa que la restitución no debe ser demorada mas que el mínimo indispensable para poder ser efectuada (VENTURA, *Alterações do contrato de sociedade*, cit., p. 175).

*dies a quo* para el cómputo del plazo de un mes en el que la sociedad debe efectuar la restitución de las aportaciones no es la fecha del vencimiento del plazo de suscripción, sino que las devoluciones podrán practicarse *en el curso del mes sucesivo a aquél dentro del cual finalizó el plazo de suscripción*, con independencia del día concreto en el que éste se cerró<sup>390</sup>.

#### **2.1.1.2. Forma**

Algo más complicada se presenta la cuestión de la forma en que ha de realizarse la restitución. La razón es que el artículo 161.2 de la Ley de Sociedades Anónimas adolece de una regulación suficientemente precisa y detallada a la hora de establecer los medios por los que podrá realizarse la devolución de las aportaciones, limitándose a indicar al respecto que los administradores de la sociedad "restituirán a los suscriptores o consignarán a su nombre en el Banco de España o en la Caja General de Depósitos las aportaciones realizadas". Ahora bien, siendo que, por razón de la naturaleza de la aportación, la forma de la restitución no puede ser la misma, conviene distinguir entre la restitución de las aportaciones dinerarias y de las aportaciones no dinerarias a los efectos de abordar algunas dudas que la norma plantea.

#### **A) Aportaciones dinerarias: ¿opción en favor de los administradores?**

Cuando el aumento del capital haya sido acordado con cargo a aportaciones dinerarias (supuesto típico en el que tendrá lugar el supuesto de hecho de la

---

<sup>390</sup> V. gr.: si el plazo de suscripción fijado tenía su cierre el 2 de septiembre, los administradores dispondrán hasta el 31 de octubre para realizar la restitución de las aportaciones. Y esta misma será también la fecha en la que cumple el plazo legal para practicar las devoluciones en la hipótesis de que el plazo de suscripción fijado tuviera su día de cierre el 30 de septiembre. Es dudoso, sin embargo, que esta inusual forma de computar el plazo legal de la restitución se corresponda con la verdadera intención del legislador y no se deba un defecto de redacción del precepto. En esta línea, es preciso indicar que en el artículo 77 de la Ley de Sociedades Anónimas parece haberse corregido este "error" (si es que lo es) presente en la norma que sirvió de modelo, en cuanto que establece, textualmente, que la restitución de las aportaciones por ineficacia del aumento incompleto se realizará "dentro del mes siguiente al vencimiento del plazo fijado para el desembolso".

eventual suscripción incompleta), el precepto establece únicamente dos maneras de proceder a la restitución: la devolución directa del importe al suscriptor y la consignación de este importe a su nombre en alguna de las entidades señaladas<sup>391</sup>. Respecto de ello cabe preguntarse, por un lado, si los administradores gozan de la facultad de optar libremente por una u otra de las formas de restitución legalmente previstas, y, por otro, si la norma impide a aquéllos acudir a otro medio de restitución alternativo no establecido en la misma<sup>392</sup>.

Respecto de lo primero, el tenor de la norma permite pensar que ambos instrumentos de devolución están dispuestos a un mismo nivel en favor de la sociedad, de modo que los administradores, dependiendo de las circunstancias (v. gr.: número más o menos elevado de suscriptores), podrán decidir libremente utilizar uno u otro<sup>393</sup>. En efecto, la norma sólo se limita a indicar que los administradores deberán *restituir las aportaciones o consignarlas a nombre de los suscriptores*, sin condicionar la legítima utilización del instrumento de la consignación a requisito alguno ni subordinarla a la imposibilidad de efectuar la

---

<sup>391</sup> La consignación a la que hace referencia este precepto consituye, en sentido estricto, un depósito en favor de tercero (beneficiario). Así lo considera la normativa que regula la consignación en la Caja General de Depósitos: el Reglamento de la Caja General de Depósitos, aprobado por el Real Decreto 161/1997, de 7 de febrero de 1997, y la Orden Ministerial de desarrollo de 7 de enero de 2000. Precisamente, el artículo 29 a) del Reglamento y de la Orden Ministerial se hace referencia explícita a los depósitos que pretendan constituirse como consecuencia de la necesidad de devolver aportaciones por suscripción incompleta de aumentos de capital.

<sup>392</sup> La norma es poco técnica en su dicción, ya que habla de restitución y de consignación como dos cosas diferentes cuando, en realidad, la consignación es únicamente una forma más, de entre las posibles, de restitución de la prestación. Por eso, hubiera sido más acertado que se hubiera indicado que la restitución de las aportaciones podrá realizarse, bien mediante la devolución o entrega directa al suscriptor (restitución en sentido genuino), o bien mediante consignación.

<sup>393</sup> A nuestro juicio, no hay duda de que el ejercicio del *ius electionis* corresponde a los administradores de la sociedad. Así lo entienden también los autores que se han ocupado de esta cuestión (vid. CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", *cit.*, p. 766; SACRISTÁN REPRESA, "El aumento del capital", *cit.*, 285-286; no obstante, a juicio de este último autor, hubiera resultado más equitativo que la Ley hubiera atribuido la opción entre una y otra forma de restitución a los suscriptores).

restitución directa al suscriptor<sup>394</sup>. Teniendo en cuenta que, en una sociedad anónima, el número de suscriptores que han participado en el aumento del capital fracasado puede ser muy elevado (especialmente, si existió oferta pública), la norma ha dispuesto el mecanismo de la consignación en beneficio de la sociedad con el fin de agilizar y facilitar el cumplimiento del deber de restitución y la consiguiente liberación de la misma<sup>395</sup>.

Llama la atención el hecho de que, en caso de que los administradores opten por la consignación, la norma no haya previsto la necesidad de comunicar a los suscriptores el hecho de la consignación, la entidad consignataria y la fecha de constitución del depósito, siendo que la regulación legal aplicable a esta clase de depósitos decreta la caducidad de los mismos tras un determinado período de tiempo a partir del momento en que el depósito se constituye. La preceptiva publicación en el Boletín Oficial del Registro Mercantil a la que los administradores están obligados por virtud de la norma no cumple esta función, ya que su finalidad es meramente la de hacer público (frente a cualquier posible interesado y no sólo frente a los suscriptores) el hecho del fracaso absoluto del aumento del capital por suscripción incompleta. El contenido de esta publicación se limita, pues, a informar de este hecho. A pesar del silencio de la Ley, creemos, no obstante, que los administradores están

---

<sup>394</sup> La consignación prevista en la norma sobre suscripción incompleta es, pues, diferente de la consignación como supuesto típico de subrogado del cumplimiento de las obligaciones regulado por el Derecho civil (arts. 1176 y ss. C.c.). Esta regulación no sólo es aplicable a las obligaciones civiles, sino que es también la regulación de referencia de los diversos supuestos en los que el Derecho mercantil recurre a la consignación como modo de cumplimiento de obligaciones mercantiles (v. gr.: art. 332 C. de C., respecto de la compraventa mercantil). Como es sabido, la consignación a la que hace referencia la normativa del Derecho común aparece configurada como un depósito judicial (que implica la apertura de un procedimiento de jurisdicción voluntaria) al que puede recurrir el deudor para liberarse cuando el acreedor se negare sin justa causa a recibir el pago (cumplimiento genuino) o éste no pudiera realizarse (art. 1176 C.c.). Así, mientras que la consignación judicial es un medio *subsidiario* de cumplimiento y de liberación del deudor, habida cuenta de que sólo puede cumplir estas funciones previo ofrecimiento del pago en sentido estricto, la consignación prevista en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas es, en sí misma, un medio de cumplimiento y de liberación del que, por virtud de la Ley, puede disponer libremente el deudor (la sociedad) en su favor como *forma alternativa y sustitutiva del pago directo* al acreedor (los suscriptores).

<sup>395</sup> Por esta misma razón quizá tenga menor sentido el que, de la misma manera, la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada haya establecido la posibilidad de efectuar la restitución también a través del mecanismo de la consignación como una alternativa dispuesta en favor de la sociedad (art. 77 LSRL: "la restitución podrá hacerse mediante consignación del importe a nombre de los respectivos aportantes..."). El carácter cerrado de las sociedades limitadas (del que es manifestación el veto de aumentar el capital mediante el ofrecimiento público de las participaciones) hará que el aumento del capital se desarrolle entre un número más o menos reducido de personas, de modo que muchas veces será innecesario acudir a este instrumento para hacer efectiva la restitución.

obligados a comunicar a los suscriptores que la restitución se hará mediante consignación (así como los datos identificativos de la misma), bien mediante publicación en el Boletín Oficial del Registro Mercantil, bien mediante comunicación escrita dirigida a cada uno de ellos. La necesidad de practicar la referida comunicación debe extenderse, así pues, desde la legislación de sociedades de responsabilidad limitada, donde sí se prevé de manera explícita que cuando los administradores decidan practicar la restitución mediante la consignación, debe comunicarse por escrito a los aportantes la fecha de la consignación y la entidad depositaria (art. 77 *in fine* LSRL).

En cuanto a lo segundo, no creemos que la norma impida de manera absoluta recurrir a otro medio de restitución distinto de los previstos. Al designar los medios tiene a su disposición la sociedad para realizar la restitución, el legislador ha intentado conciliar, por un lado, el interés de la sociedad en que la restitución pueda ser realizada de manera ágil y al menor coste posible, con el interés de los suscriptores, por otro, concretado este último en que el medio elegido, además de procurarles un rápido acceso a los fondos devueltos, haga segura la efectiva devolución. Los medios designados responden, presuntamente, a la confluencia de ambos intereses, de modo que, según hemos indicado, los administradores de la sociedad pueden elegir entre uno u otro sin contar con el consentimiento de los suscriptores<sup>396</sup>. Ello no debe significar, empero, que la norma coarte la libertad de las partes para elegir otra forma de restitución si las circunstancias lo hacen más conveniente (*v. gr.*: cualquiera de los subrogados del cumplimiento previstos legalmente). Ahora bien, cualquier forma de restitución distinta de las establecidas por la norma deberá ser practicada mediando el acuerdo con los suscriptores afectados.

---

<sup>396</sup> No es éste el único precepto presente en la Ley de Sociedades Anónimas en el que se nombra al Banco de España o a la Caja General de Depósitos como entidades depositarias en ciertos casos de devolución de cantidades líquidas a los socios (*cfr.* art. 59.3 y art. 276.2 LSA). No obstante, en relación con la ineficacia del aumento por suscripción incompleta no hubiera sido improcedente que, al lado de las mencionadas instituciones, la norma hubiera permitido a la sociedad optar por constituir el depósito en una entidad de crédito. En este sentido es más permisiva la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada, que otorga libertad a los administradores para elegir como depositaria cualquier entidad de crédito del domicilio social (art. 77 LSRL). En particular, cuando hayan participado entidades de crédito en la colocación de la emisión como receptoras de las órdenes de suscripción y de las aportaciones iniciales de los suscriptores, puede agilizar y abaratar los costes de la restitución el que sean esas mismas entidades de crédito las que se constituyan como encargadas de practicar las devoluciones y/o como depositarias de los fondos a devolver.

**B) Aportaciones *in natura*: ¿restitución en especie o por equivalente?**

Nada indica la Ley respecto de la forma en que ha de procederse a la devolución de las aportaciones realizadas por los suscriptores cuando éstas hubieran sido no dinerarias. En efecto, aunque, como indicábamos, el artículo 161.2 de la Ley de Sociedades Anónimas no hace referencia explícita a la clase de aportación, es claro que la alternativa entre la restitución y la consignación en el Banco de España o en la Caja General de Depósitos no es aplicable a esta clase de aportaciones, ya que, por su propia naturaleza, no podrán ser objeto de consignación en las referidas instituciones. Tratándose de aportaciones *in natura*, parece que, por exclusión, la única forma de que dispone la sociedad para efectuar la restitución es la devolución directa del bien al suscriptor<sup>397</sup>. A nuestro juicio, no hay duda de que la sociedad deberá efectuar dicha restitución también *in natura*, es decir, devolviendo *los mismos bienes* que fueron entregados. Sólo cuando la restitución en especie sea imposible (v. gr.: por haberse destruido y no ser un bien fungible), podrá la sociedad devolver el mero equivalente pecuniario. La devolución del equivalente debe ser considerada, pues, subsidiaria respecto de la restitución en especie<sup>398</sup>.

---

<sup>397</sup> Así, el artículo 77 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada aclara con acierto que la consignación como medio de restitución alternativo sólo puede utilizarse cuando la aportación sea dineraria.

<sup>398</sup> El carácter subsidiario de la restitución del mero equivalente económico se deduce del artículo 1307 del Código Civil, que establece la forma en que ha de realizarse la restitución consecuencia de la nulidad o anulabilidad de los contratos (en este sentido, Díez-PICAZO, *Fundamentos*, I, cit., p. 475; LÓPEZ BELTRÁN DE HEREDIA, *La nulidad contractual*, cit., p. 57-58). Del mismo modo, vid. LUTTER, *Gescheiterte Kapitalerhöhungen*, cit., p. 223, quien, con fundamento en el § 818 II del BGB, sostiene que en caso de que la devolución en especie sea imposible, la sociedad deberá restituir el equivalente económico, entendiendo por tal el valor de mercado del bien. El autor, esta vez con fundamento en el párrafo tercero del mencionado § 818 BGB, añade que si la imposibilidad de la devolución en especie se debe a que la sociedad ha enajenado el objeto de la aportación *in natura* y el importe de esta enajenación ha sido inferior al valor de mercado que tenía el bien cuando fue aportado por el suscriptor, entonces sólo está obligada a restituir al suscriptor ese valor inferior. Por el contrario, si el precio obtenido por la sociedad en dicha enajenación ha sido superior al de mercado, la diferencia pertenece a la sociedad. No obstante, estas medidas no se aplicarán cuando tanto la sociedad como el suscriptor hayan tenido en cuenta que el aumento del capital podría fracasar y con este fracaso decaer el fundamento jurídico de la aportación.

En fin, aunque la consignación a la que hace referencia el precepto no es posible en el caso de las aportaciones no dinerarias, sí lo es la consignación o depósito judicial como subrogado del cumplimiento cuando el aportante rehuse sin justa causa el recibo (arts. 1176 y ss. C.c.). Del mismo modo, y en sustitución de la genuina restitución, las partes involucradas (sociedad y aportante) podrán aquí también acordar el empleo de cualquiera de los demás subrogados del cumplimiento reconocidos en Derecho en la medida en que sean compatibles con el objeto de la obligación de restituir.

Es preciso indicar que, si se observa con detenimiento, se aprecia que la norma está enteramente redactada tomando como referencia el aumento del capital mediante emisión de acciones con cargo a aportaciones dinerarias, ya que, en realidad, es ésta la clase de aumento donde, sobre todo, podrá tener lugar el supuesto de hecho regulado por aquella norma. Dicho de otro modo, el legislador parece haber considerado que es en esa clase de aumento donde el aumento incompleto por falta de íntegra suscripción puede llegar a ser un problema merecedor de regulación legal. Como veremos más detenidamente en ulteriores páginas<sup>399</sup>, en las demás clases de aumento del capital, o bien no podrá verificarse en absoluto esta circunstancia, o bien es improbable que la misma tenga lugar. Por lo que se refiere al aumento del capital cuya contraprestación consiste en aportaciones no dinerarias, será raro, cuando no imposible, que se produzca una suscripción incompleta, ya que el acuerdo de aumento del capital y la consecuente emisión de las acciones van precedidos de un pacto con el aportante (*vid.*, art. 155.1 LSA), que, en muchas ocasiones, constituirá un auténtico precontrato susceptible de ejecución forzosa.

No obstante, puede suceder que, pese al pacto y existiendo varios "aportantes", una vez emitidas las nuevas acciones alguno de ellos se niegue a cumplir su compromiso, negándose a adquirir las que le corresponden y a efectuar la aportación. Si el pacto previo no es susceptible de ejecución forzosa (porque no dio lugar a la celebración de un verdadero precontrato, sino, todo lo más, a pacto preliminar) o si a la

---

Los mayores problemas se darán cuando el bien no ha experimentado una pérdida física, pero si una pérdida económica considerable respecto del momento en que se realizó la aportación. La duda es, entonces, si la sociedad cumple devolviendo simplemente el bien (es decir, con el valor actual que éste tenga al momento de la restitución, aunque sea inferior) o si está obligada a compensar la pérdida de valor mediante una contraprestación en dinero. Sin dejar de apuntar el problema, su adecuado tratamiento excede con mucho del objeto del presente trabajo, entendiendo que el mismo tal vez no tenga demasiadas especialidades con respecto a los supuestos generales de restitución de bienes.

<sup>399</sup> *Vid. infra* Capítulo 5º, III.



sociedad no le conviene ejercitar la acción dirigida al cumplimiento forzoso de aquél, puede originarse una situación de resultado similar a la de la suscripción incompleta prevista en la norma. Del mismo modo, puede que el aumento del capital tenga una contraprestación mixta, parte con cargo a aportaciones dinerarias y parte con cargo a aportaciones no dinerarias. Si la parte de las acciones emitidas con cargo a aportaciones dinerarias queda sin cubrir íntegramente (y no se previó en las condiciones de la emisión la suscripción incompleta), el acuerdo de aumento quedará ineficaz, propagándose dicha ineficacia también a las "suscripciones" de las acciones con cargo a las aportaciones no dinerarias. En ambos casos, surgirá entonces la necesidad de devolver las aportaciones no dinerarias ya efectuadas, si bien, incluso en estos casos, no hay que olvidar que el acto de aportación del bien de que se trate (el desplazamiento posesorio) no se efectúa normalmente "dentro del plazo de suscripción", sino que suele demorarse hasta un momento posterior, a veces, hasta el otorgamiento de la escritura del aumento (sobre todo si la transmisión patrimonial de la titularidad del bien de que se trate requiere, a su vez, escritura pública —v.gr.: un inmueble—). Por eso, la ineficacia del aumento por "suscripción incompleta" dará lugar en estos casos, no ya una auténtica devolución de la aportación, sino la simple cancelación de la obligación de aportar.

### 2.1.1.3. *Quantum*

Respecto del *quantum* que la sociedad está obligada a devolver, no es dudoso que el suscriptor tiene derecho a recibir el importe íntegro de la aportación realizada, de modo que la cantidad a restituir no será menos, pero tampoco más, de lo que cada suscriptor ha satisfecho efectivamente por la adquisición de las acciones emitidas como consecuencia del aumento del capital fracasado.

Así, en cuanto a lo menos, la sociedad no podrá detraer de las cuantías recibidas de los suscriptores los gastos que ha ocasionado la puesta en marcha de la operación de aumento, ni tampoco los derivados del hecho de que el aumento haya quedado sin efecto<sup>400</sup>. En particular, no se podrán deducir del *quantum* de la restitución los gastos en los que la sociedad haya incurrido como consecuencia, precisamente, de la práctica de dicha restitución (v. gr.: el importe

---

<sup>400</sup> LUTTER, "Gescheiterte Kapitalerhöhungen", *cit.*, p. 224, sobre la base de la inexistencia de una relación de causalidad entre la aportación que realiza el suscriptor y los costes del aumento del capital; en el mismo sentido VENTURA, *Alterações do contrato de sociedade*, *cit.*, p. 174-175.

a pagar a la entidad consignataria por la constitución del depósito). Por otro lado, cuando la Ley se refiere al objeto de la obligación de restituir como "aportaciones" hay que entender que quedan comprendidas en él tanto las cantidades que representan aportación social en sentido estricto (es decir, las cantidades satisfechas por el suscriptor en concepto de desembolso del valor nominal de las acciones suscritas), como también las cantidades desembolsadas en concepto de prima de emisión, que, por imperativo legal, debe satisfacerse íntegramente en el momento de la suscripción (art. 47.3 LSA).

En cuanto a lo más, conviene aclarar que a pesar de que la Ley se refiere al concepto de la devolución como "restitución de aportaciones", no se trata de un supuesto similar a la restitución de aportaciones en los casos de reducción del capital o de liquidación de la sociedad. Quiere decirse con ello que la restitución como consecuencia de la ineficacia del aumento por suscripción incompleta no implica liquidación parcial del patrimonio de la sociedad ni afecta a la cuantía del capital social, habida cuenta de que esas "aportaciones" no llegaron nunca a integrarse en el patrimonio social ni se han computado a efectos del capital social. El procedimiento jurídico de aumento del capital no ha llegado culminarse, o, dicho de otro modo, a perfeccionarse. La íntegra suscripción ha actuado respecto del acuerdo de aumento como una condición que, al no haberse cumplido, ha impedido a dicho acuerdo desplegar sus plenos y definitivos efectos. Los suscriptores no han adquirido en este caso derechos de socio como consecuencia de la simple suscripción, por lo que sólo cabe devolverles aquello que entregaron en concepto de pago del precio de emisión de las acciones que suscribieron en la operación de aumento fracasada sin derecho proporcional a las reservas o beneficios sociales por referencia al tiempo que ha mediado entre la suscripción y la devolución<sup>401</sup>.

---

<sup>401</sup> En Alemania, la doctrina ha elaborado, incluso, una diferente terminología para denominar a las *aportaciones* que realizan los suscriptores durante el tiempo en que las mismas obran en poder de la sociedad entre el momento en que se realiza el acto de aportación y el momento en que el aumento del capital adquiere eficacia (en este país, con la inscripción de la ejecución del mismo en el Registro Mercantil), de las aportaciones propiamente dichas, que respaldan económicamente al capital social ya aumentado. Así, se habla de "preaportaciones"

Por otro lado, es dudoso que la sociedad deba restituir estas "aportaciones" con los frutos e intereses que hubieran podido devengar hasta el momento de la restitución, ya que la norma sobre suscripción incompleta no se refiere al posible pago de intereses. No hay que olvidar que las normas generales que regulan la restitución de las prestaciones como consecuencia de la ineficacia contractual establecen que la obligación de restitución no sólo comprende las cosas y el precio que han sido materia del contrato, sino también los frutos e intereses (art. 1295 C.c., para la rescisión y art. 1303 C.c. para la nulidad y anulabilidad). Sin embargo, junto a estas normas, es preciso tener en cuenta que, en un supuesto muy cercano al que ahora contemplamos, la Ley de Sociedades Anónimas se ha separado del Derecho común para acoger un criterio de imputación subjetiva respecto de la necesidad de devolver intereses a los suscriptores en caso de rescisión del contrato de suscripción: el artículo 162 otorga a los suscriptores el derecho a solicitar la resolución del negocio de suscripción y la consiguiente restitución de las aportaciones realizadas por virtud de éste en caso de que no se hayan presentado a inscripción en el Registro Mercantil los documentos acreditativos de la ejecución del aumento del capital tras el plazo legal establecido (seis meses o un año —*cfr.* art. 162, *prº*. 3º a 5º—), pero se prevé expresamente que el derecho a la restitución de las aportaciones sólo se incrementará con el derecho a exigir intereses cuando la causa de la falta de presentación sea *imputable* a la sociedad<sup>402</sup>. A nuestro juicio, el mismo criterio de

---

(*Vorleistungen*), para designar a las aportaciones hasta el momento de la eficacia del aumento del capital, y de aportaciones en sentido estricto (*Leistungen*) para designar a las aportaciones de los socios ya integradas definitivamente en el patrimonio social en respaldo de la cifra del capital social (*vid.* LUTTER, "Vorleistungsrisiko der Zeichner und freie Verfügbarkeit", *cit.*, p. 496 y ss.; BLECKER, *Die Leistung der Mindesteinlage in Geld*, *cit.*, p. 115).

<sup>402</sup> Sobre el significado del término imputación en este contexto *vid. infra* Capítulo 6º, III, 1.1., en nota. La solución acogida por esta norma respecto de los frutos devengados por las aportaciones contrasta con la solución aplicable al derecho de restitución de las aportaciones realizadas por los suscriptores en la fundación sucesiva de la sociedad por falta de inscripción de la escritura de constitución de la sociedad en el Registro Mercantil una vez transcurrido el plazo legal otorgado para ello (un año desde el depósito del programa de fundación y del folleto informativo). En este caso, el artículo 33 de la Ley de Sociedades Anónimas concede a los suscriptores el derecho a reclamar los frutos con independencia de cual haya sido y a quien sea *imputable* la causa de la falta de inscripción.

imputación subjetiva debe aplicarse respecto de la obligación de pago de intereses en las operaciones de restitución como consecuencia de la ineficacia del aumento por suscripción incompleta, habida cuenta de la identidad de *ratio* existente entre ambos supuestos<sup>403</sup>. De este modo, no parece que, en principio, la sociedad esté obligada a pagar intereses a los suscriptores por el tiempo en el que éstos se han visto privados de la disponibilidad de los fondos<sup>404</sup>.

Con mayor razón, en fin, tampoco estará obligada la sociedad a indemnizar a los suscriptores por los gastos que éstos hayan podido realizar al objeto de llevar a cabo la suscripción<sup>405</sup>. La ineficacia del aumento por suscripción incompleta constituye un riesgo inherente a la inversión que asume el suscriptor cuando decide suscribir nuevas acciones procedentes de un aumento del capital en cuyas condiciones de emisión no se previó la eficacia del aumento en caso de falta de íntegra cobertura, por lo que no podrá después solicitar que le sean cubiertos los costes de la suscripción e indemnizados los perjuicios que dicha decisión pueda ocasionarle<sup>406</sup>.

---

<sup>403</sup> Además, incluso respecto de la *restitutio in integrum* prevista en el artículo 1303 del Código Civil (prestación principal más los frutos e intereses devengados), algunos consideran que la obligación de restituir los frutos debe limitarse a los casos de mala fe del contratante poseedor, de modo que si es de buena fe éste podrá hacer suyos tales frutos y no abonar nada por tal concepto (por ejemplo, DELGADO ECHEVERRÍA, "Comentario al artículo 1303", *cit.*, p. 553)

<sup>404</sup> Así, GARCÍA LUENGO/SOTO VÁZQUEZ, *El nuevo régimen jurídico*, *cit.*, p. 721; con la misma opinión, VENTURA, *Alterações do contrato de sociedade*, *cit.*, p. 174-175; en contra, LUTTER, "Gescheiterte Kapitalerhöhungen", *cit.*, p. 223, quien considera, con fundamento en el § 818 I BGB, que la restitución hecha al suscriptor deberá comprender los frutos o intereses devengados.

<sup>405</sup> VENTURA, *Alterações do contrato de sociedade*, *cit.*, p. 174-175.

<sup>406</sup> El reembolso de los costes de la suscripción y la indemnización de los perjuicios que ocasione el fracaso del aumento a los suscriptores por parte de la sociedad ha de regirse de acuerdo con el criterio general de la imputación subjetiva, por lo que, en su caso, sólo podrían llegar a plantearse cuando la falta de total cobertura del aumento tenga como causa única y directa un comportamiento doloso o gravemente negligente de la sociedad. Así, en Alemania, se considera que el derecho del suscriptor al reembolso de los gastos ocasionados por la suscripción en caso de fracaso del aumento sólo tendrá lugar cuando este fracaso se deba a causas imputables a la sociedad (v. *gr.*: la posterior revocación del acuerdo de aumento), sin que en ningún caso tengan los suscriptores derecho a la indemnización de los ulteriores perjuicios ocasionados por dicho fracaso (*vid.* LUTTER, *Kölner Komm.*, *cit.*, § 189, marginal 14; no obstante, respecto de algún posible caso de indemnización, *vid.* U. HUBER, "Die Abfindung der neuen Aktionäre bei Nichtigkeit

### 2.1.2. El derecho a exigir la restitución

Según hemos indicado, la restitución de las aportaciones a los suscriptores como consecuencia de la ineficacia del acuerdo de aumento por la incompleta suscripción de la emisión aparece configurada en la Ley como una obligación puesta a cargo de los administradores de la sociedad. No obstante, la obligación de restitución no sería una verdadera obligación jurídica si la misma no se correspondiera con el reconocimiento de una correlativa facultad o pretensión de los interesados para exigir coactivamente su cumplimiento<sup>407</sup>. Esto significa que, una vez transcurrido el plazo que la norma otorga para efectuar dicho cumplimiento (es decir, finalizado el mes sucesivo a aquél en que se cerró el plazo de suscripción) sin que los administradores hayan procedido a restituir las aportaciones, los suscriptores podrán compeler judicialmente a la sociedad a que efectúe la restitución, junto con el pago de los intereses derivados de la situación de mora en que la misma ha incurrido por virtud del retraso (arts. 1101 y 1108 C.c.)<sup>408</sup>.

La doctrina considera que la acción de restitución es una acción específica (diferente, por lo tanto, de otras acciones de recuperación de la posesión) que recibe su fundamento en la propia Ley, y que presenta una naturaleza análoga a la *condictio indebiti*, por lo que pueden ser de aplicación, al menos, algunos de los preceptos que regulan el cobro de lo indebido (arts. 1895 y ss. C.c.)<sup>409</sup>. Esta acción es ejercitable en virtud del

---

del Kapitalerhöhung", *Festschrift für Carsten Peter Claussen*, Köln-Berlin-Bonn-München, 1997, p. 147 y ss.; cuando la causa del fracaso es la nulidad del acuerdo de aumento, M. SCHOCKENHOFF, "Die Haftung für die Ausgabe neuer Aktien bei Nichtigerklärung des Kapitalerhöhungsbeschlusses", *DB*, nº 46, 1994, p. 2327 y ss.)

<sup>407</sup> La existencia de estas dos vertientes —deber y derecho— de la restitución por ineficacia del contrato han sido destacadas por Díez-Picazo, *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 466.

<sup>408</sup> La obligación de restituir las aportaciones debe considerarse a estos efectos como una obligación mercantil, de modo que los efectos de la morosidad se producirán de manera automática desde el día siguiente al fin del plazo otorgado por el artículo 161.2 de la Ley de Sociedades Anónimas para el cumplimiento de esta obligación, sin necesidad de interpelación por parte de los suscriptores (*arg. ex art. 63.1 C. de C.*).

<sup>409</sup> Decididamente, DELGADO ECHEVERRÍA, "Comentario al artículo 1303", *cit.*, p. 552. Aunque destacando la dificultad de englobar las consecuencias reparatorias de la ineficacia

derecho personal o de crédito (derecho de crédito de carácter restitutorio) que adquiere frente al otro contratante aquél que ha realizado atribuciones patrimoniales con fundamento en un contrato ineficaz. No obstante, se ha puntualizado que, tratándose de bienes específicos no fungibles, el derecho a la restitución será muchas veces manifestación de la titularidad de un derecho de contenido más amplio que el de un mero derecho de crédito (v. gr.: de un derecho real de propiedad)<sup>410</sup>, que, quizá, pueda fundamentar el ejercicio de otras acciones frente a personas que no fueron parte del contrato (v. gr.: acción reivindicatoria como acción de carácter real) a fin de recuperar la posesión de la cosa por su legítimo propietario en el caso de que ésta hubiere salido de manos del contratante a quien la entregó<sup>411</sup>.

Trasladadas estas consideraciones al tema que nos ocupa, hay que tener en cuenta que el acto de aportación es el acto de cumplimiento de la obligación de desembolso del valor de las nuevas acciones que surge a cargo del suscriptor o adquirente originario de las mismas frente a la sociedad emisora. En el supuesto de que las aportaciones se efectúen, como es habitual, a título de propiedad, el acto de aportación debe ser interpretado como el acto de entrega (modo) que, unido al título (negocio de suscripción), transmite la propiedad de la cosa objeto de la aportación a la sociedad<sup>412</sup>. Si, como en el presente caso, el acto de suscripción deviene ineficaz, decae la validez del título sobre el que se ha transmitido el derecho de propiedad a la sociedad, lo que permite considerar que la titularidad de este derecho revierte automáticamente al suscriptor, que, en cuanto legítimo propietario, tendrá derecho a recuperar la posesión de la cosa sobre la que el mismo recae<sup>413</sup>. Si la aportación fue dineraria, el

---

contractual entre las pretensiones de enriquecimiento, estima también la posible aplicación analógica de alguno de sus preceptos, Díez-PICAZO, *Fundamentos*, I, cit., p. 474).

<sup>410</sup> Díez-PICAZO, *Fundamentos*, I, p. 70.

<sup>411</sup> Es sabido que, en nuestro Derecho, rige la doctrina del título y el modo para la transmisión de la propiedad y demás derechos sobre los bienes (art. 609 C.c.). Así, si un negocio traslativo de la propiedad, en virtud del cual uno de los contratantes ha entregado la cosa, es posteriormente anulado, el título que sirvió para transmitir la propiedad habrá quedado sin efecto, por lo que la propiedad del bien seguirá perteneciendo al originario transmitente. En el caso de que el bien hubiera sido transmitido por el contratante adquirente a un tercero, este último, por no recibir de persona con título válido, tampoco podrá adquirir válidamente, por lo que podrá estar expuesto a la acción reivindicatoria del originario transmitente a no ser que su posesión se encuentre protegida por otra vía, por ejemplo, a través del artículo 34 la Ley Hipotecaria, si se trata de inmuebles, o del artículo 464 del Código Civil, si es una cosa mueble (vid. J. DELGADO ECHEVERRÍA, "Comentario al artículo 1307", en C. Paz-Ares/L. Díez-Picazo/R. Bercovitz/P. Salvador Coderch, *Comentario del Código civil*, II, Madrid, 1993 (Ministerio de Justicia), p. 561-562; LÓPEZ BELTRÁN DE HEREDIA, *La nulidad contractual*, cit., p. 148 y ss. y, p. 259 y ss.).

<sup>412</sup> Vid., A. de la E. MARTÍNEZ-RADÓ, "Tradición instrumental y aportación social", *RDM*, 1960, p. 463 y ss.

<sup>413</sup> No obstante, es dudoso que en caso de que la sociedad no haya previsto la suscripción incompleta del aumento en las condiciones de la emisión, pueda hablarse de transmisión de la

derecho a la restitución será un simple derecho personal o de crédito frente a la sociedad<sup>414</sup>. En la hipótesis de que la aportación fuera no dineraria, la ineficacia del acto de suscripción convierte a la sociedad en un mero poseedor sin título, por lo que el derecho del suscriptor a la restitución de la cosa tiene un componente jurídico-real que lo convierte en un derecho más amplio que el de un puro derecho de crédito, y que permitirá al suscriptor perseguir el bien aportado hasta un tercero si la sociedad hubiera enajenado dicho bien.

Con arreglo a estas consideraciones, habrá que pensar que, en caso de que se produzca la disolución y consecuente liquidación de la sociedad antes de que los administradores hayan restituido tales aportaciones a los suscriptores, éstos concurrirán junto con el resto de acreedores sociales para el cobro antes de la división del haber social resultante entre los socios (*vid.* art. 277 LSA)<sup>415</sup>. Y ello con independencia de que los suscriptores de las acciones procedentes del aumento del capital fracasado tengan, a su vez, la condición de socios por haberla adquirido antes o después de tal aumento, ya que a la referida restitución concurren en calidad de terceros y no en calidad de socios<sup>416</sup>.

Por otro lado, y al margen de la reclamación de los intereses por demora,

---

propiedad a la sociedad sobre las aportaciones de los suscriptores antes de conocer el resultado de la suscripción. En este caso, si se entiende que la íntegra suscripción del aumento constituye una condición suspensiva de la eficacia del acuerdo de aumento y de los consiguientes negocios de suscripción, probablemente la sociedad sólo sea en el *interim* una mera poseedora de tales aportaciones, teniendo sobre las mismas un simple derecho eventual o una simple expectativa jurídica a la propiedad del bien aportado que sólo se convertirá en titularidad definitiva si la condición se cumple. Vista la situación de esta manera puede considerarse que el aportante no llega a perder, pese al traspaso posesorio, el derecho de propiedad de los bienes aportados hasta el momento de cumplimiento de la condición (*vid. infra*. Capítulo 3º, II, 2.1.3.).

<sup>414</sup> Así, LUTTER, "Gescheiterte Kapitalerhöhungen", *cit.*, p. 224, considera que la pretensión de los suscriptores a la restitución de la aportación como consecuencia del fracaso del aumento es una pretensión de carácter personal (*schuldrechtlicher Rückabwicklungsanspruch*) sin especialidad alguna.

<sup>415</sup> De hecho, no es impensable que la disolución de la sociedad sea, precisamente, una consecuencia derivada del fracaso de la ampliación del capital. Cuando el aumento del capital fue acordado como medida necesaria para proseguir con la explotación del objeto social, o para hacer frente a una situación de desbalance, o bien en el contexto de una operación acordeón, el fracaso de la ampliación puede determinar que la sociedad quede incurso en causa legal de disolución (en especial, por imposibilidad de realizar el fin social, por pérdidas, o por reducción del capital social por debajo del mínimo legal —*vid.* art. 260.3º, 4º y 5º LSA—).

<sup>416</sup> Así, LUTTER, "Gescheiterte Kapitalerhöhungen", *cit.*, p. 224, quien considera que los suscriptores deben ser tratados en cuanto a su derecho a la restitución de las aportaciones de manera similar al resto de acreedores personales de la sociedad, en cuanto que aquéllos asumen durante el tiempo que media entre la realización de la aportación y el momento en que el aumento deviene eficaz (en Alemania, con la inscripción de la ejecución en el Registro Mercantil) el mismo riesgo que cualquier acreedor social.

puesto que los administradores son, por Ley, los obligados directos a practicar la restitución de las aportaciones, el retraso en dicha restitución legitimará a los suscriptores para entablar la correspondiente acción individual de responsabilidad contra aquéllos, a fin de obtener la indemnización de los daños y perjuicios que la conducta omisiva de los administradores les haya podido ocasionar (art. 135 LSA).

### **2.1.3. El aseguramiento del derecho a la restitución: el problema de la disponibilidad de la sociedad sobre las aportaciones realizadas antes del fin del plazo de suscripción**

1. Un problema importante que plantea la eventual obligación de devolver las aportaciones realizadas por los suscriptores en la que incurrirá la sociedad en caso de que el aumento del capital no llegue a suscribirse en su totalidad, es el del poder de disposición que la sociedad tiene sobre esas aportaciones antes de conocer el resultado de la suscripción. En otras palabras, la pregunta que se plantea al hilo del tratamiento de la obligación de restitución ex artículo 161.2 de la Ley de Sociedades Anónimas es si la sociedad goza ya antes de la conclusión del plazo de suscripción de un poder de disposición absoluto sobre las aportaciones que vayan siendo realizadas por los suscriptores, o si, por el contrario, debe entenderse que la sociedad carece del referido poder, a fin de preservar el eventual derecho de los suscriptores a la restitución de esas aportaciones si el aumento del capital no llega a buen fin por incompleta suscripción. Como es fácil de imaginar, la cuestión se plantea con mayor crudeza en relación con las aportaciones no dinerarias realizadas por los suscriptores, ya que si se entiende que la sociedad puede disponer de las mismas antes del cierre del plazo de suscripción, éstos verán menoscabada la posibilidad de recuperar el bien aportado (esto es, la expectativa de una restitución en especie) si el aumento no se suscribe por completo<sup>417</sup>. En el caso de las aportaciones dinerarias

---

<sup>417</sup> Según hemos indicado (*vid. supra* Capítulo 3º, II, 2.1.2.), en el caso de que la aportación sea no dineraria el derecho de restitución puede llegar a tener un contenido más amplio que el de un mero derecho personal, que permita al suscriptor perseguir la cosa hasta un tercero en el supuesto de que la sociedad la haya enajenado. Pero también hay que tener en cuenta que el



(y también de las no dinerarias, sobre el derecho al equivalente cuando la restitución en especie sea imposible) el riesgo del suscriptor a no ser reintegrado en la cantidad entregada en concepto de aportación (o a no serlo puntualmente) se concreta en el riesgo de iliquidez o insolvencia sobrevenida de la sociedad que ha dispuesto ya de los fondos aportados por los suscriptores.

La duda está alimentada por el hecho de que la Ley de Sociedades Anónimas nada dice respecto del momento a partir del cual la sociedad puede disponer libremente de las aportaciones realizadas por los suscriptores de las nuevas acciones emitidas con motivo de una operación de aumento del capital social. Sólo en materia de fundación sucesiva se establece de manera expresa la indisponibilidad de las aportaciones hasta que la sociedad quede inscrita en el Registro Mercantil (art. 23 LSA). Sin embargo, pese a los rasgos similares que presentan ambos procedimientos, las importantes diferencias existentes entre ellos (en la fundación la sociedad no existe hasta el momento de la inscripción y los receptores de tales aportaciones son, simplemente, los promotores; en el aumento las aportaciones son recibidas por una sociedad ya existente y en funcionamiento) no permiten realizar una simple traslación mimética al aumento del capital de la solución arbitrada para la fundación<sup>418</sup>.

---

tercer adquirente, si es de buena fe, puede estar protegido frente a la eventual acción reivindicatoria (arts. 464 y 1473 C.c. y 34 L.H.), en cuyo caso el suscriptor tendrá que contentarse con la mera restitución del equivalente económico por parte de la sociedad.

<sup>418</sup> En la fundación sucesiva la sociedad no existe hasta la inscripción registral de la escritura de constitución. Las aportaciones que efectúan los suscriptores no van dirigidas al patrimonio de los promotores, sino formar el patrimonio de la futura sociedad mediante el correspondiente traspaso de la titularidad de las mismas. Por ello es lógico que se impida a los promotores disponer de tales aportaciones hasta el nacimiento de la sociedad. En cambio, en el aumento del capital, la sociedad ya existe y las aportaciones realizadas por los suscriptores son recibidas —directamente o a través de un intermediario financiero— por la propia sociedad (a quién están dirigidas). Por esta razón, en este último caso es más difícil justificar ante el silencio legal que la sociedad emisora no pueda disponer en absoluto de las aportaciones realizadas hasta la inscripción de la escritura de ejecución del aumento en el Registro Mercantil. Así, autores como CABANAS TREJO/MACHADO PLAZAS (*Aumento de capital y desembolso anticipado*, cit., p. 96-97) consideran que no se puede establecer en nuestro Derecho un principio general de indisponibilidad de las aportaciones antes de la inscripción, ya que dicha indisponibilidad sólo se prevé legalmente para el supuesto específico de la fundación sucesiva, pero no para la fundación simultánea (donde hay que aplicar el régimen de la sociedad en formación —art. 15 LSA—) ni tampoco para el aumento del capital. Respecto de este último, el hecho de que la sociedad ya esté constituida y en funcionamiento impide aplicar una *regla general* de indisponibilidad (no obstante, SÁNCHEZ ANDRÉS, *La acción*,

El silencio de la Ley española contrasta con la situación existente en otros países, en los que se establece expresamente la indisponibilidad de las aportaciones realizadas por los suscriptores en los casos en que la sociedad pueda estar expuesta a eventuales obligaciones de restitución por falta de buen fin de la operación de aumento. Así en Francia, donde la obligación de restitución puede deberse, al menos, a la falta de íntegra suscripción del aumento y a la falta de realización de éste tras el plazo de seis meses desde la apertura del plazo de suscripción, la restitución queda asegurada por el hecho de que la sociedad tiene prohibido disponer de los fondos provenientes de las suscripciones hasta la emisión del certificado de la entidad depositaria receptora de las aportaciones, momento en el que se entiende que el aumento del capital ha sido realizado (arts. L. 225-144.2 y L. 225-11.2 del *Code de Commerce* en relación con art. 167 del Decreto 67-236 de 23 de marzo de 1967). También el Derecho suizo prevé la permanencia de los fondos en poder de un depositario hasta el momento de la inscripción (art. 633.3 OR)<sup>419</sup>.

Particular atención merece el caso de Estados Unidos, donde el problema de las garantías con las que cuentan los suscriptores en su derecho a la restitución de los fondos desembolsados en caso de falta de realización del aumento se ha regulado en el marco del Derecho del Mercado de Valores. En los casos en los que la emisión no se encuentra asegurada y la oferta se presenta a los potenciales suscriptores como de eficacia condicionada a la obtención de un volumen mínimo de suscripciones (bien a la colocación del total de los títulos que componen la emisión en las "*all or none*" offerings, o bien a la colocación de una determinada cantidad mínima en las "*minimum-maximum*" o "*part or none*" offerings)<sup>420</sup>, uno de los peligros asociados a esta clase de operaciones está ligado al riesgo de que los fondos que van siendo entregados sucesivamente por los suscriptores sean utilizados por el emisor o por el intermediario financiero con anterioridad al fin del período de suscripción, cuando no se sabe todavía si la condición de la que depende la validez de la emisión —la suscripción del total o del mínimo establecido— va a cumplirse o no: si esta condición finalmente no se cumpliera y el receptor de los fondos hubiera dispuesto de ellos, existiría el peligro de que los suscriptores no pudieran recuperar su fallida inversión. A fin de conjurar éste (y otros) peligros, la *Securities Exchange Commission* (SEC) adoptó en 1962 la regla 10 b-9 dentro del marco de la regulación de los folletos informativos, e incorporada a la *Securities Exchange Act* de 1934. Esta

---

*cit.*, p. 70, para quién, por lo que parece, hasta el momento de la inscripción del aumento sólo pueden realizarse con cargo a las nuevas aportaciones ciertos gastos necesarios en relación con el propio aumento, tales como satisfacción de los gastos del aumento, pago de la escritura e impuestos, etc...).

<sup>419</sup> Aunque este precepto aparece encuadrado en la sección dedicada a regular el momento constitutivo de la sociedad, se considera aplicable también al aumento del capital social, *vid.* FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, *Schweizerisches Aktienrecht*, *cit.*, § 52, marginal 116.

<sup>420</sup> *Vid. infra* Capítulo 4º, II, 1.1.

norma viene a exigir que cuando en una oferta de suscripción o de venta de valores (*distributions*) se utilicen expresiones como "all or none" o "part or non", los fondos deben ser rápidamente devueltos a los inversores si los títulos —el total o la parte— no son vendidos al precio fijado y dentro del periodo de tiempo establecido o si el emisor no recibe los fondos correspondientes al total de la emisión antes de una determinada fecha<sup>421</sup>. Para asegurar los intereses protegidos por esta regla, la misma se hizo acompañar por otra —la regla 15 c) 2-4, también incorporada en 1962 a la *Securities Exchange Act* de 1934—, cuya finalidad es imponer determinadas obligaciones a los intermediarios que participan en esta clase de emisiones. Esta última regla prohíbe a estos intermediarios participar en emisiones de "all or none", "part or none", o condicionadas de otra manera, a menos que los fondos que reciban de los inversores sean inmediatamente transferidos a un banco, que previamente haya aceptado mantenerlos en depósito hasta que se pueda saber si la condición se ha cumplido o si ya no se va a cumplir, es decir, hasta el fin del periodo de vigencia de la oferta. De este modo, se asegura que los fondos pagados por los inversores no serán utilizados o arriesgados ni por el emisor, ni por los intermediarios hasta que la cantidad total de la emisión, de acuerdo con la condición de la oferta, se haya ingresado en la cuenta de depósito. La SEC fundamenta la finalidad de estas normas en la necesidad de que en las ofertas de valores condicionadas se deje claro a los inversores que recibirán la devolución de su dinero si la condición no se cumple. Además, la regla 15 c) 2-4, de acuerdo con la regla 10 b-9, aparece como una norma dirigida directamente a los intermediarios en orden a evitar que utilicen los fondos y que estos puedan perderse antes de llegar a la sociedad emisora —si la condición finalmente se cumple— o a los inversores —si no se cumple—<sup>422</sup>.

Frente a estos sistemas se sitúa el caso de Alemania, donde, al igual que en España, tampoco se establece expresamente la indisponibilidad por parte de la sociedad de los fondos que van siendo desembolsados por los suscriptores antes de la inscripción del aumento del capital en el Registro Mercantil. Es más, en Alemania, donde, como es sabido, la inscripción del aumento del capital tiene un estricto carácter constitutivo tanto en las relaciones internas como en las externas (§ 189 AktG), la Ley establece (§ 188.2 AktG en relación con §§ 36.2, 36 a) y 37 AktG) que es condición para que pueda solicitarse la inscripción del aumento que los suscriptores hayan realizado sus aportaciones "poniéndolas de modo

---

<sup>421</sup> Las reglas son aplicables tanto a las ofertas públicas como a las privadas. Fuera del ámbito de aplicación de esta regla quedan, por tanto, las emisiones realizadas en régimen de "straight offering" o en las que la oferta no queda sometida a condición, así como los casos de emisiones realizadas mediante una "firm commitment underwriting", a menos que las cláusulas de resolución del compromiso de aseguramiento (*market out clauses*) puedan, de hecho convertirlas en emisiones "best efforts" (regla 10 b-9 b); *vid.* FREILICH/JANVEY, "Understanding Best Efforts Offerings", *cit.*, p. 153)

<sup>422</sup> *Vid.* R. B. ROBBINS, "All-or-none Offerings Under Rule 10b-9", *cit.*, p. 77 y ss; *id.* "All-or-none offerings: an Update", *The Rev. of Sec. & Comm. Reg.*, 27 ag., 1986, p. 186 y ss.

definitivo a la *libre disposición* de los administradores" (*endgültig zur freie Verfügung des Vorstands*)<sup>423</sup>. La expresión "libre disposición" ha planteado la duda sobre si los administradores pueden utilizar libremente para los fines sociales los fondos desembolsados por los suscriptores antes de que se produzca la referida solicitud y consiguiente inscripción del aumento del capital en el Registro Mercantil. Esta duda esta motivada porque si el aumento fracasa o la inscripción no puede llevarse a efecto por algún otro motivo dentro del plazo previsto (§ 185.1.4 AktG), los suscriptores (que todavía no han adquirido ningún derecho de socio ni disponen de pretensión alguna para exigir a la sociedad que lleve a buen fin la operación de aumento)<sup>424</sup> tienen derecho a recuperar las aportaciones realizadas. Respecto de esta cuestión, algunos autores han sostenido que, a excepción de su aplicación para el pago de los impuestos y demás gastos obligatorios del aumento (v. gr.: gastos de notaría o de registro) que hayan de ser necesariamente satisfechos, los fondos desembolsados por los suscriptores deben permanecer sin ser utilizados ni reducidos en la cuenta a nombre de la sociedad hasta el momento de la inscripción de la ejecución del aumento, pues sólo así se cumple la prescripción legal de que las aportaciones se encuentren a la libre disposición de los administradores *en el momento de la inscripción*<sup>425</sup>. Por el contrario, según la más reciente opinión de la doctrina mayoritaria, confirmada por el *Bundesgerichtshof*<sup>426</sup>, los fondos pueden ser utilizados por los administradores en los negocios sociales siempre que en la operación se consiga una contrapartida económica por igual valor que se conserve hasta el momento de la solicitud de inscripción del aumento del capital, y siempre que las operaciones en las que se utilicen no supongan una devolución de los fondos a los aportantes de un modo directo o

---

<sup>423</sup> Esto significa que, a lo más tardar, en el momento de presentarse en el Registro la solicitud de inscripción de la ejecución del aumento debe haberse transmitido la propiedad de las aportaciones a la sociedad libre de cargas y limitaciones (BLECKER, *Die Leistung der Mindesteinlage in Geld*, cit., p. 115; vid. también G. H. ROTH, "Die freie Verfügung über die Einlage", *Festschrift für Johannes Semler*, Berlin-New York, 1993, p. 299 y ss).

<sup>424</sup> Así, por ejemplo, toda la doctrina coincide en afirmar que la sociedad puede revocar, mediante un nuevo acuerdo, el acuerdo de aumento en fase de ejecución o ya ejecutado hasta el momento de la inscripción de la ejecución del mismo en el Registro Mercantil. La única discusión afecta al *quorum* exigible para la revocación (vid., por ejemplo, LUTTER, *Kölner Komm.*, cit., § 189, marginales 3 y 8; KRIEGER, *Münchener Handbuch*, cit., § 56, marginal 56; HEFERMEHL/BUNGEROTH, *AktG Komm.*, cit., § 182, marginal 48; con relación a la sociedad de responsabilidad limitada, ZIMMERMANN, *GmbHG Kommentar*, cit., § 55, marginal 21; SCHOLZ/PRIESTER, *GmbH-Gesetz*, cit., § 55, marginal 35). En este caso a los suscriptores únicamente se les reconoce la posibilidad de recuperar su aportación y, en su caso, la acción de resarcimiento de los daños sufridos.

<sup>425</sup> FISCHER, *Aktiengesetz Grosskommentar*, 2ª ed., cit., § 155, marginal 3; WIEDEMANN, *Aktiengesetz Grosskommentar*, 3ª ed., § 188, marginal 33; HEFERMEHL/BUNGEROTH, *AktG Komm.*, cit., § 188, marginal 17; H. SCHIPPEL, "Die Leistung der Bareinlage bei der Erhöhung des Kapitals von Aktiengesellschaften", *Fs. für Ernst Steindorff*, Berlin-New York, 1990, p. 252.

<sup>426</sup> BGH 13 de julio de 1992 (NJW, 1992, 3300).

indirecto<sup>427</sup>.

La doctrina advierte, sin embargo, que esta última conclusión incrementa el riesgo de los aportantes a no ver satisfecho su derecho a la restitución de las aportaciones realizadas (*Rückabwicklunganspruch*) en caso de que el aumento del capital fracase y no pueda ser finalmente inscrito (*Vorleistungsrisiko*). El tema ha preocupado especialmente a LUTTER<sup>428</sup>, quien ha indicado que en la medida en que los suscriptores adquieren durante el tiempo que media entre la realización de la aportación y la inscripción de la ejecución del aumento en el Registro Mercantil una posición similar a la de un acreedor personal (y no garantizado) de la sociedad, lo razonable es pensar que aquéllos se esforzarán por minimizar el riesgo de quedar perjudicados por un eventual fracaso de la operación de aumento. Entre los mecanismos de minimización del riesgo que puedan adoptar los suscriptores, se ha prestado especial atención a dos: por un lado, la realización de las aportaciones poniéndolas a disposición de un tercero que actúe como fiduciario (*Treuhänder*) bajo las instrucciones del aportante de transferir los fondos a la sociedad en el momento mismo en que se produzca la inscripción del aumento, y, por otro, el sometimiento de la realización de la aportación a la condición (suspensiva o resolutoria) de la inscripción del aumento o del fracaso de éste. El problema es, entonces, determinar en qué medida estas técnicas son compatibles con la exigencia de que las aportaciones se encuentren a la libre disposición de los administradores en el momento de efectuarse la solicitud de inscripción de la ejecución del aumento. Así, mientras que la intervención de un tercero fiduciario en la realización de la aportación goza del favor de la opinión doctrinal mayoritaria<sup>429</sup>, la realización de la aportación bajo condición sólo se

---

<sup>427</sup> Entre otros, LUTTER, *Kölner Komm., cit.*, § 188, marginal 11-15; HÜFFER, *Aktiengesetz, cit.*, § 188, marginal 6; KRIEGER, *Münchener Handbuch, cit.*, § 56, marginal 108; K. SCHMIDT, "Barkapitalaufbringung und "freie Verfügung" bei der Aktiengesellschaft und der GmbH", AG, 1986, nº 4, p. 112 y 114-116; W. MÜLLER, "Die Leistung der Bareinlage bei der Aktiengesellschaft —zur freien Verfügung des Vorstands—", *Festschrift für K. Beusch*, Berlin-New York, 1993, p. 631 y ss. Con cierto tono crítico a la decisión del *Bundesgerichtshof*, se advierte, no obstante, que no cualquier tipo de negocio, aún siendo oneroso, tiene como resultado la obtención por la sociedad de un contravalor económico adecuado en este contexto y que, además, la libre utilización de los medios aportados no significa que no puedan vulnerarse otras normas relativas a la disciplina de la formación del capital (así, H.-J. PRIESTER, "Wertgleiche Deckung statt Bardepott?", *ZIP*, 1994, p. 599 y ss.; en parecido sentido U. HÜFFER, "Wertmässige statt gegenständlicher Unversehrtheit von Bareinlage im Aktienrecht", *ZGR*, 1993, p. 484; en relación con la GmbH, vid. SCHOLZ/PRIESTER, *GmbH-Gesetz, cit.*, § 57, marginal 10; con críticas también a la decisión del *Bundesgerichtshof*, ZIMMERMANN, *GmbHG, cit.*, § 57, marginales 6a y 6b.).

<sup>428</sup> LUTTER, "Vorleistungsrisiko der Zeichner und freie Verfügbarkeit", *cit.*, *in totum*, donde actualiza las opiniones ya expresadas en "Gescheiterte Kapitalerhöhungen", *cit.* y en *Kölner Komm., cit.*, § 189, marginales 17-22; vid. también, MÜLLER, "Die Leistung der Bareinlage", *cit.*, p. 641 y ss..

<sup>429</sup> Siempre que quien actúe como fiduciario sea un profesional independiente (notario, abogado, auditor) y que la orden del suscriptor de transferir las aportaciones a la sociedad tras la inscripción sea irrevocable, así, y sobre todo, LUTTER, "Vorleistungsrisiko der Zeichner und freie

considera compatible con aquella exigencia legal cuando se trate de la condición *resolutoria* del fracaso definitivo del aumento<sup>430</sup>, pero no cuando la condición tenga carácter suspensivo<sup>431</sup>.

2. La inexistencia de una norma que determine si la sociedad está legitimada o no, o con qué condiciones, para disponer, antes de la conclusión del plazo de suscripción del aumento del capital o antes de la inscripción de tal aumento en el Registro Mercantil, de las aportaciones realizadas por los suscriptores, por un lado, junto a la dificultad de una aplicación analógica al aumento de lo previsto en el artículo 23 de la Ley de Sociedades Anónimas para la fundación sucesiva, por otro, hacen de ésta una cuestión no sencilla de resolver. Con todo, y pese a las dudas, una posible respuesta puede alcanzarse si se examina la cuestión a la luz de la diferente situación que se produce en función de que la sociedad haya previsto o no la suscripción incompleta en las condiciones de emisión.

a) Según hemos indicado, cuando la sociedad no ha previsto la eficacia del aumento para el caso de suscripción incompleta en los términos exigidos por el artículo 161, la situación que se genera hasta el momento en que puede conocerse el resultado de la suscripción es en gran medida similar a la de la pendencia de una condición suspensiva: los efectos propios y definitivos del acuerdo de aumento y los efectos definitivos que se derivan de la celebración de los consiguientes actos de ejecución de ese acuerdo (suscripciones y desembolsos) dependen de que al cierre del plazo de suscripción se haya logrado

---

Verfügbarkeit", *cit.*, p. 502 y 517-521 (con más citas a favor en la nota 24); también, entre otros, SCHMIDT, "Barkapitalaufbringung und freie Verfügung", *cit.*, p. 109; BLECKER, *Die Leistung der Mindesteinlage in Geld*, *cit.*, p. 118.

<sup>430</sup> Vid., por todos, BLECKER, *Die Leistung der Mindesteinlage in Geld*, *cit.*, p. 117-118; RITTNER/SCHMIDT-LEITHOFF, en h. Rowedder/H. Fuhrmann, *GmbHG Kommentar*, 3ª ed., München, 1997, § 7, marginal 36.

<sup>431</sup> No obstante, *vid.*, en minoría, LUTTER, "Vorleistungsrisiko der Zeichner und freie Verfügbarkeit", *cit.*, p. 509-515; SCHOLZ/PRIESTER, *GmbH-Gesetz*, *cit.*, § 56a, marginal 24-25, quienes consideran admisible la realización de la aportación hecha bajo la condición suspensiva de que el aumento se presente a inscripción o de que llegue a producirse efectivamente tal inscripción, siempre que durante la pendencia de la condición se prive al aportante del poder de disposición de los bienes objeto de la aportación.

la suscripción del total de las nuevas acciones emitidas. La suscripción completa del aumento, en cuanto hecho futuro e incierto del que depende la validez de la oferta de suscripción (o, en rigor, la eficacia del acuerdo de aumento), juega aquí un papel muy similar al de un evento condicionante, de modo que no parece impropio aplicar a la situación previa al cierre del plazo de suscripción las teorías de la expectativa de derecho o de las situaciones jurídicas provisionales o interinas que son propias de tales estados de pendencia<sup>432</sup>.

Conforme a estas teorías, la fase de pendencia constituye sólo una fase interina de eficacia debilitada, que, durante el tiempo en que se prolonga, no permite a las partes adquirir todavía la titularidad plena y definitiva de los derechos previstos<sup>433</sup>, originándose una *indeterminación transitoria* en cuanto a la titularidad subjetiva de los derechos y obligaciones que puedan surgir una vez verificado el acaecimiento de la condición<sup>434</sup>. Durante la fase de pendencia, los efectos definitivos del negocio sometido a la condición suspensiva no se producen, por lo que se dice que las partes adquieren la titularidad de una mera *expectativa de derecho* (o, de otro modo, una expectativa a las posiciones jurídicas que se derivarán del negocio celebrado si éste, cumplida la condición, llega a ser plenamente eficaz)<sup>435</sup>, o, todo lo más, la titularidad de un *derecho*

---

<sup>432</sup> Vid. IGLESIAS CUBRÍA, *Los derechos patrimoniales eventuales*, cit., p. 10 y ss. y p. 159 y ss., poniendo de manifiesto que una de las causas de tales situaciones o estados de pendencia es la existencia de una condición o la falta de algún elemento del proceso de formación jurídica de una especie negocial de formación sucesiva.

<sup>433</sup> DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, II, cit., p. 353. Así, se deduce, ciertamente, del artículo 1114 del Código Civil, que indica que en las *obligaciones* sometidas a condición suspensiva, la adquisición de los derechos dependerán del acontecimiento que constituya la condición.

<sup>434</sup> DÍEZ-PICAZO/GULLÓN, *Sistema de Derecho civil*, II, cit., p. 96, citando a DE CASTRO.

<sup>435</sup> LACRUZ BERDEJO, *Elementos de Derecho civil*, II, vol. 1º, cit., p. 465; ALBALADEJO, *Derecho civil*, I, vol. 2º, 10ª ed., Madrid, 1989, p. 320-321. Como es sabido, la expectativa es una simple posibilidad jurídica de adquisición de un concreto derecho subjetivo de manera inmediata una vez que se produzca un determinado evento. Se dice que estas expectativas, al ser situaciones jurídicas objetivas que no dependen ya de la voluntad de los sujetos implicados, son merecedoras de protección jurídica, ya que pueden desembocar en la titularidad definitiva del derecho subjetivo sobre el que recaen (IGLESIAS CUBRÍA, *Los derechos patrimoniales eventuales*, cit., p. 14 y p. 18-19).

*eventual*<sup>436</sup>. No obstante, pese al carácter interino de las posiciones o titularidades creadas, la situación de pendencia *sub conditione* es protegida por el Derecho, que organiza en torno a ellas una situación provisional con la que se intenta que los intereses de las partes sufran el menor daño posible y pueda salvaguardarse la consolidación de las titularidades o posiciones jurídicas definitivas. Así, al lado de la obligación de cada una de las partes de adoptar frente a la otra un comportamiento de buena fe en el disfrute de la titularidad de la posición o del derecho eventual adquirido que no perjudique la posición o derecho que se tornará definitivo por efecto del acaecimiento (o no) de la condición<sup>437</sup>, el Ordenamiento ofrece al acreedor condicional una serie de medidas conservativas de su derecho<sup>438</sup>, imponiendo al deudor condicional un deber de diligente conservación del objeto en el que la prestación consiste, que incluiría la interdicción de realizar actos de disposición sobre el mismo siempre que con ellos se ponga en peligro la obligación condicional de entrega<sup>439</sup>.

En relación con el caso que nos ocupa, estas consideraciones conducen a la conclusión de que si la emisión no se encuentra asegurada y no se ha previsto en

---

<sup>436</sup> DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, II, *cit.*, p. 354; admitiendo ambas calificaciones, IGLESIAS CUBRÍA, *Los derechos patrimoniales eventuales*, *cit.*, p. 12 y p. 119 y ss.; R. ÁLVAREZ VIGARAY, "Comentario al artículo 1114 C.c.", en C. Paz-Ares/L. Díez-Picazo/R. Bercovitz/P. Salvador Coderch (dirs.), *Comentario del Código civil*, II, Madrid, 1993 (Ministerio de Justicia), p. 77; ARIJA SOUTULLO, *Los efectos de las obligaciones*, *cit.*, p. 21); cfr. MONTES PENADÉS, "De las diversas especies de obligaciones", *cit.*, p. 1124, quien prefiere hablar de *titularidad preventiva* durante la fase de pendencia de la condición.

<sup>437</sup> LACRUZ BERDEJO, *Elementos de Derecho civil*, II, vol. 1º, *cit.*, p. 466.

<sup>438</sup> *Vid.*, ampliamente, ARIJA SOUTULLO, *Los efectos de las obligaciones*, *cit.*, p. 25 y ss.

<sup>439</sup> DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, II, *cit.*, p. 357 y p. 364; ARIJA SOUTULLO, *Los efectos de las obligaciones*, *cit.*, p. 44-56. No obstante, esto no significa que el deudor condicional carezca, en rigor, de poder de disposición sobre los bienes que ha de entregar si la condición llega a cumplirse. Si dispone, la consecuencia será doble: por un lado, podrá incurrir en responsabilidad por incumplimiento frente al acreedor condicional si la condición llega a cumplirse y no es posible ya la entrega; por otro lado, la condición suspensiva pesará también sobre el acto de disposición realizado con del tercero, de modo que este tercero adquirente estará expuesto a la obligación de devolver el bien adquirido al primitivo acreedor condicional si la condición llegara a cumplirse, y siempre que el tercero conociera efectivamente la existencia de la condición que pesaba sobre el negocio traslativo celebrado, es decir, dependerá de la buena o mala fe del tercero (DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, II, *cit.*, p. 364).



las condiciones de la misma la suscripción incompleta, antes de poder conocer el resultado de la suscripción del aumento la sociedad no adquiere sobre las aportaciones que van realizando los suscriptores una titularidad plena y definitiva. Ciertamente es —como en páginas anteriores hemos apuntado<sup>440</sup>— que si las aportaciones realizadas por los suscriptores son a título de propiedad, el acto de aportación equivale al *modo* (entrega) que, unido al *título* (negocio de suscripción), permite la adquisición por la sociedad del derecho de propiedad sobre los bienes aportados (art. 609 C.c.). Pero, en el caso que ahora se contempla, la condición suspensiva implícita de la íntegra suscripción de la emisión a la que está sometido el acuerdo de aumento se proyecta también sobre los negocios de suscripción y sobre los consiguientes *actos de disposición* patrimoniales (desembolsos o aportaciones) efectuados por los suscriptores a favor de la sociedad en virtud de tales negocios. Así, a nuestro juicio, antes de conocerse si la condición suspensiva se cumplirá o no (lo cual se sabrá, a lo más tardar, al cierre del plazo de suscripción), a pesar de haber existido traspaso posesorio, la sociedad no habrá adquirido todavía la titularidad de un verdadero y definitivo derecho de propiedad sobre los bienes aportados, sino, todo lo más, un *derecho eventual* o, quizá, sólo una simple *expectativa jurídica* a la adquisición de aquel derecho, porque, si la condición no se cumple (esto es, si el aumento no llega a ser cubierto en su totalidad), queda obligada *ex lege* a la inmediata devolución de esas aportaciones a sus legítimos propietarios<sup>441</sup>. Por esta razón —y a nuestro juicio—, a la espera del resultado de la suscripción (y, consecuencia, a la espera de conocerse si la condición se cumplirá o no) pesa

---

<sup>440</sup> Vid. *supra* Capítulo 3º, II, 2.1.2.

<sup>441</sup> Se dice entre la doctrina que la propiedad de la cosa enajenada bajo condición suspensiva corresponde al enajenante y que el titular de la expectativa suspensivamente condicionada no lo es de ningún derecho actual, sino sólo es el eventual titular de un derecho futuro. La tradición hecha durante la fase de pendencia de la condición o en el momento de la conclusión del contrato condicionado es apta para transmitir la propiedad, pero el dominio definitivo de las cosas sólo se produce si la condición se cumple (vid. MONTES PENADÉS, "De las diversas especies de obligaciones", *cit.*, p. 1124-1125).

sobre la sociedad un deber de diligente conservación de tales aportaciones<sup>442</sup>, pudiendo llegar a considerarse como una actuación contraria a la buena fe la realización de actos de disposición que puedan poner en peligro el eventual derecho de restitución de los suscriptores<sup>443</sup>.

---

<sup>442</sup> Así, en un caso que ofrece ciertas semejanzas con el que ahora tratamos, CABANAS TREJO/MACHADO PLAZAS, *Aumento de capital y desembolso anticipado*, cit., p. 66 y 96 y ss. Partiendo de que los denominados "desembolsos a cuenta de un futuro aumento del capital" no son más que actos de cumplimiento de un contrato de suscripción (de futuras acciones) entre un sujeto y la sociedad sometido a la condición suspensiva de la adopción del correspondiente acuerdo de aumento, los autores consideran que el desplazamiento posesorio del objeto de la aportación al patrimonio social no convierte a la sociedad en definitiva propietaria, sino que le otorga una mera titularidad *sub conditione* que le impide realizar actos de disposición sobre tales aportaciones hasta que la condición se cumpla.

Por lo demás, es de destacar que, en Italia, la doctrina más reciente se ha hecho eco del problema sobre la base de la misma argumentación por nosotros empleada (vid. GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale*, cit., p. 279 y ss). En efecto, del mismo modo, se ha sostenido que antes de haber finalizado el plazo de suscripción la situación que se origina con motivo de las suscripciones que van siendo efectuadas es una situación de *eficacia pendente*, equivalente a la que se deriva del contrato sometido a condición. Ahora bien, en estos casos, el Código civil italiano contiene un precepto específico (que no existe en el Derecho español) que dispone que quien tiene un derecho subordinado a condición suspensiva o resolutoria, puede disponer en favor de terceros durante la fase de pendencia de ésta, quedando los efectos de todo acto de disposición subordinados a la misma condición (art. 1357 del *Codice civile*). Sobre esta base legal, la doctrina referida concluye que la sociedad tiene plenos e inmediatos poderes de disposición sobre los bienes que van siendo aportados por los suscriptores sin necesidad de esperar hasta la conclusión del plazo de suscripción o a la inscripción del aumento. Esta doctrina no es ajena, con todo, a los problemas (que la Ley italiana tampoco resuelve) que la tesis de la disponibilidad puede ocasionar de cara a la hipotética devolución de las aportaciones a los suscriptores en caso de fracaso del aumento, sobre todo cuando durante el proceso del aumento del capital la sociedad haya podido sufrir un menoscabo económico que obstaculice la devolución de las aportaciones dinerarias o del equivalente económico de las aportaciones no dinerarias cuando éstas sean irrecuperables por encontrarse en poder de un tercero protegido por el Derecho. Ante este problema, que es el que ha dado origen a la discusión que hemos propuesto, la referida doctrina se hace eco de las soluciones de orden práctico arbitradas por la doctrina alemana, considerando, entre éstas, especialmente adecuada la que se basa en la intervención de un tercero independiente ante quien los suscriptores realizan las aportaciones y que las retiene hasta ser entregadas a la sociedad (en el momento del buen fin de la operación de aumento) o de nuevo a los suscriptores (en caso de fracaso de la operación).

<sup>443</sup> Ello no significa, empero, que la sociedad no pueda disponer de ese derecho eventual o de esa expectativa jurídica. Es por todos conocido, que los derechos eventuales o las expectativas jurídicas entran en el patrimonio del sujeto en cuyo favor operan, quien puede transmitirlos a terceros. En el caso de las expectativas jurídicas, lo que se transmite, no es el derecho definitivo sobre el que recaen (v. gr.: el derecho de propiedad), sino la propia expectativa, de modo que la eficacia definitiva de tales actos de transmisión a terceros se encontrará, igualmente, sometida a la condición suspensiva que determine que la expectativa se transforme en un verdadero y definitivo derecho subjetivo (LACRUZ BERDEJO, *Elementos de Derecho Civil*, II, vol. 1º, cit., p. 465-466). En el caso de los derechos eventuales, se transmitirá el derecho eventual, es decir, la titularidad *sub conditione* (DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, II, cit., p. 354). Se afirma, en consecuencia, que el adquirente *sub conditione* no puede disponer, hasta que la condición se cumpla, más allá del

b) La respuesta a la cuestión del poder de disposición de la sociedad sobre las aportaciones puede tornarse, a nuestro juicio, más liberal cuando la sociedad realiza una oferta firme e incondicionada, comprometiéndose a aceptar las suscripciones realizadas y a dar eficacia al aumento acordado cualquiera que sea el número de acciones finalmente suscritas. En tal supuesto, más allá de las medidas de salvaguarda de la integridad capital social que, en todo caso, debe respetar la sociedad en la realización de actos de disposición sobre los fondos o bienes aportados, la sociedad no está sometida a un deber de conservación *en especie* de los mismos. La razón se encuentra en el carácter incondicionado de aquel compromiso, que hace que la suscripción y el acto de aportación sean aptos para originar un vínculo entre sociedad y suscriptores capaz de generar ya desde ese momento algo más que la adquisición de la titularidad de meras posiciones o derechos eventuales. El carácter incondicionado del compromiso de llevar a efecto el aumento sea cual sea el resultado de la suscripción dota a tales posiciones jurídicas de un carácter definitivo, de modo que a pesar de que todavía los derechos inherentes a las mismas no puedan ejercitarse en todo su contenido<sup>444</sup>, pueden las partes compelerse a efectuar los actos necesarios para

---

*contenido de su propio derecho* (el derecho eventual o la expectativa) puesto que, de otro modo, tal disposición sería hecha sobre cosa ajena (MONTES PENADÉS, "De las diversas especies de obligaciones", *cit.*, p. 1138). Pero, es cierto que "a través de la disposición de la expectativa se dispone *mediatamente* del derecho subjetivo completo que surgirá en el futuro de ella, de modo que, en virtud de la enajenación ese derecho no nace a favor del titular originario, sino del adquirente de la misma" (MONTES PENADÉS, "De las diversas especies de obligaciones", *cit.*, p. 1138).

En cualquier caso, en nuestra opinión, estos actos de disposición de la expectativa o del derecho eventual deben ser realizados adoptando las medidas conservativas necesarias para salvaguardar los derechos del titular definitivo tras la verificación (o no) de la condición, siendo por ello dudoso que la sociedad (en rigor, los administradores), a pesar de haber transmitido el derecho eventual o la expectativa, esté legitimada (de acuerdo con los cánones de la buena fe o de la diligencia que se esperará de ella en estas particulares circunstancias) para disponer materialmente del objeto de la aportación realizada por los suscriptores sin adoptar tales medidas conservativas.

<sup>444</sup> Dependerá de la inscripción de la ejecución del aumento en el Registro Mercantil si se considera que ésta tiene carácter constitutivo, o, al menos, de la adjudicación de las nuevas acciones o del otorgamiento de la escritura pública si se entiende que tiene carácter declarativo en lo que respecta a las relaciones internas entre la sociedad y sus socios.

que así sea<sup>445</sup>.

¿*Quid* entonces de la obligación de restitución de las aportaciones en la que puede incurrir la sociedad por falta de inscripción de la ejecución del aumento en el Registro Mercantil?. Ciertamente es que la sociedad queda expuesta a eventuales pretensiones restitutorias de los suscriptores también cuando la eficacia del aumento no se encuentra condicionada a la suscripción completa de las acciones emitidas, en este caso, por falta de la tempestiva inscripción del aumento (art. 162.3 LSA). Sin embargo, a diferencia de la restitución por la ineficacia del aumento a consecuencia de la falta de íntegra suscripción, la eventual restitución por este otro motivo no es suficiente por sí sola para impedir que la sociedad pueda utilizar con anterioridad las aportaciones realizadas<sup>446</sup>. En el caso de la suscripción incompleta, la ineficacia del acuerdo de aumento es automática, determinando la obligación legal de la sociedad de proceder inmediatamente a la restitución de las aportaciones. Por el contrario, la falta de inscripción del aumento dentro del plazo legal no determina la ineficacia automática del acuerdo de aumento, ni, consiguientemente, la invalidez de las suscripciones realizadas, sino que lo único que otorga la Ley es un derecho a cada suscriptor para resolver el vínculo que les une a la sociedad emisora por motivo de la suscripción efectuada. Éste es un derecho potestativo e individual, que cada suscriptor podrá decidir ejercitar o no. Así, la situación es aquí cercana a la que se genera ante la presencia de una condición resolutoria de los negocios de suscripción individualmente considerados dispuesta (en este caso, por la propia Ley) en favor de una de las partes de la relación contractual (si el aumento no se inscribe dentro del plazo legal, los suscriptores pueden resolver el vínculo obligatorio y solicitar la restitución de lo ya aportado), que no impone los deberes de conservación propios de la fase de pendencia de una condición suspensiva<sup>447</sup>.

---

<sup>445</sup> Así, una vez suscritas las acciones y desembolsadas en los términos previstos en las condiciones de emisión, los suscriptores podrán exigir a la sociedad que practique la correspondiente adjudicación, acto con el que culmina la fase de ejecución del aumento y permite el otorgamiento de la escritura pública y la inscripción en el Registro Mercantil (*vid.* art. 166.4.1º RRM). La adjudicación de las acciones a cada suscriptor es, por tanto, un "acto debido" para la sociedad, fruto del vínculo ya creado como consecuencia de la suscripción y el desembolso.

<sup>446</sup> En este sentido, ROJO ("El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada", *cit.*, p. 859-860) considera que "la llamada *restitución de aportaciones* no significa que la sociedad no haya hecho suyas dichas aportaciones desde el momento mismo en que se hayan realizado, cumpliendo con las formalidades establecidas por la Ley para cada clase de aportación" [...] "El socio no tiene derecho a una restitución *in natura* si el bien ha sido enajenado por la sociedad antes del ejercicio del derecho a la restitución. Pero, una vez ejercitado este derecho, los administradores no pueden enajenar el bien cuya restitución reclama el socio, y tampoco pueden establecer gravamen de clase alguna sobre él".

<sup>447</sup> Quién adquiere un derecho por virtud de un contrato sometido a condición resolutoria, adquiere el derecho subjetivo en sí y no una mera expectativa o un derecho eventual. Aquel derecho podrá transmitirse sin trabas, aunque los terceros adquirentes del mismo, a no ser que sean de buena fe, están sometidos a la posibilidad de que la condición se cumpla (*vid.*, por todos,

## 2.2. Otras obligaciones

Si bien la obligación de restituir las aportaciones realizadas por los suscriptores constituye la consecuencia legal más importante que se deriva de que el acuerdo de aumento del capital haya quedado sin efecto por suscripción incompleta, la Ley establece, además, otras dos consecuencias adicionales que pesan a modo de deber legal sobre los administradores de la sociedad: la obligación de publicar la ineficacia del acuerdo de aumento por suscripción incompleta en el Boletín Oficial del Registro Mercantil (art. 161.2 LSA) y la obligación de comunicar el fracaso del aumento a la Comisión Nacional del Mercado de Valores cuando este órgano hubiera intervenido en la verificación inicial de la operación (Disposición Adicional Primera 4º de la LSA).

### 2.2.1. La publicación de la ineficacia del acuerdo de aumento en el Boletín Oficial del Registro Mercantil

Una vez cerrado el plazo de suscripción y constatado el hecho de la

---

LACRUZ BERDEJO, *Elementos de Derecho Civil*, II, vol. 1º, cit., p. 466; Díez-PICAZO, *Fundamentos*, II, cit., p. 367-368). Según se indicará más adelante (vid. *infra* Capítulo 6º, III, 1.1.), a nuestro juicio, esta específica facultad resolutoria de los suscriptores constituye un caso en el que una norma jurídica otorga dicha facultad a una de las partes como medio de defensa ante el incumplimiento de una concreta obligación impuesta legalmente a cargo de la otra (la obligación de la sociedad de inscribir el aumento del capital en el Registro Mercantil) en una relación negocial no caracterizada por la reciprocidad de las obligaciones). Desde la óptica de la teoría de la condición, el supuesto puede ser visto como un supuesto en el que la Ley establece en favor y a disposición de la parte *in bonis* una condición de cumplimiento de carácter resolutorio, esto es, que, por obra de la Ley, el incumplimiento de la obligación de inscribir el aumento en el plazo establecido que pesa sobre la sociedad actúa sobre la relación jurídica creada por motivo de la suscripción como una condición resolutoria que los suscriptores pueden invocar (sobre el cumplimiento de una de las partes como condición a la que se somete la eficacia de una relación jurídica, vid., por todos, LÓPEZ FÉRNANDEZ, *La condición suspensiva*, cit., p.81 y ss. En este sentido, la doctrina alemana considera que la falta de inscripción de la ejecución del aumento del capital dentro del plazo previsto actúa por obra de la Ley (§ 185.1.4 AktG) como una auténtica *auf lösende Bedingung* (siendo de aplicación, por tanto, las normas sobre las condiciones resolutorias previstas en el § 158 BGB) de la relación contractual creada entre el suscriptor y la sociedad por virtud de la suscripción, con el consiguiente derecho del suscriptor (dado el carácter *ex tunc* de la resolución) a recuperar la aportación realizada (así, entre otros, LUTTER, "Gescheiterte Kapitalerhöhungen", cit., p. 218, y después en *Kölner Komm.*, cit., § 185, marginal 42; SCHIPPEL, "Die Leistung der Bareinlage", cit., p. 250; BLECKER, *Die Leistung der Mindesteinlage in Geld*, cit., p. 115, nota 3 y p. 118; HEFERMEHL/BUNGEROTH, *AktG Komm.*, cit., § 185, marginal 31).

suscripción incompleta del aumento del capital, los administradores de la sociedad quedan legalmente obligados a instar la publicación de la ineficacia del acuerdo de aumento en el Boletín Oficial del Registro Mercantil<sup>448</sup>.

La imposición de esta obligación, que no está prevista en las normas sobre suscripción incompleta presentes en otros Ordenamientos jurídicos<sup>449</sup>, tiene la misión indudable de procurar difundir al máximo entre los interesados la noticia de que se ha producido el fracaso de la operación de aumento. No creemos que pueda verse en la misma un carácter sancionador (por lo que pueda afectar a la valoración externa de la sociedad el hecho de que la ampliación del capital no haya tenido el éxito esperado), sino que únicamente se ha pretendido utilizar el Boletín Oficial del Registro Mercantil —que es el instrumento técnico de publicidad típico de las situaciones relativas a los sujetos mercantiles— para hacer llegar a todos aquellos que pudieran tener un interés en la conclusión de la operación de aumento iniciada en su día la información de que ésta, finalmente, no ha podido efectuarse<sup>450</sup>. La publicidad que se hace a través del este Boletín es, pues, en este concreto caso, una mera publicidad noticia. La información de la ineficacia del aumento será, sobre todo, relevante para aquéllos que suscribieron acciones en la operación fracasada. Para éstos es esencial conocer el hecho de que el aumento y, consiguientemente, las suscripciones efectuadas, ha resultado ineficaz, a fin, entre otras cosas, de saber que pueden ejercitar su derecho a la restitución de las aportaciones realizadas si los administradores no proceden

---

<sup>448</sup> La publicación tendrá lugar en la Sección de Anuncios y Avisos legales, en la que se incluyen los actos y circunstancias que no causan inscripción en el Registro Mercantil, pero que deben ser publicados por imperativo legal (art. 422 RRM).

<sup>449</sup> Sólo el Derecho portugués establece el deber a cargo de los administradores de la sociedad de hacer público el hecho de la ineficacia del aumento del capital (art. 457.3 del Código de Sociedades Comerciales). El ámbito de esta publicidad es, sin embargo, mucho más restringido que el previsto por la Ley española, pues se limita a una comunicación dirigida de manera exclusiva a los suscriptores de las acciones.

<sup>450</sup> Así, GARCÍA LUENGO/SOTO VÁZQUEZ, *El nuevo régimen jurídico*, cit., p. 721, consideran que la obligación de los administradores de publicar el fracaso del aumento en el BORME sólo se establece “a fin de dotar al hecho de la debida difusión para el conocimiento de los interesados”.

voluntariamente a practicar la restitución o se demoran en la misma<sup>451</sup>. El ejercicio de tal derecho es, no obstante, independiente de la publicación y no está condicionado por la misma

Puesto que la Ley no establece ninguna excepción al deber de publicar el fracaso del aumento en el Boletín Oficial del Registro Mercantil, ni tampoco otorga la posibilidad de optar por un instrumento de publicidad alternativo, dicha publicación será obligatoria siempre que el acuerdo de aumento resulte ineficaz a causa de la suscripción incompleta, con independencia de que la sociedad decida añadir al mismo otros mecanismos de publicidad, que tendrán, en tal caso, mero carácter voluntario (v.gr.: publicación en la prensa diaria, comunicación escrita a los suscriptores). Por lo demás, nada establece expresamente la Ley respecto del momento temporal en el que los administradores deberán cumplir con este deber legal, por lo que es de suponer que éstos habrán de solicitar la publicación *sin demora* una vez que se ha verificado la falta de íntegra suscripción del aumento tras el cierre del plazo de suscripción e, incluso, con carácter previo al comienzo de los actos de restitución de las aportaciones. Así puede deducirse del tenor del precepto, que establece que si el acuerdo de aumento quedara ineficaz por ese motivo los administradores *lo publicarán en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y dentro del mes siguiente a aquél del cierre del plazo de suscripción restituirán a los suscriptores las aportaciones realizadas*<sup>452</sup>.

---

<sup>451</sup> En una sociedad naturalmente abierta como es la anónima, el círculo de personas directa o indirectamente afectados por el hecho de que la operación de aumento en curso no llegue a buen fin puede ser muy numeroso, en especial, si la suscripción de la misma se ha realizado a través de una oferta pública. Quizá por ésta razón no se ha considerado necesario imponer la publicación de la ineficacia del aumento por causa de *desembolso incompleto* en el Boletín Oficial del Registro Mercantil a las sociedades de responsabilidad limitada (vid. art. 77 LSRL), ya que el carácter esencialmente cerrado de esta forma social determina que el aumento se suscriba por los propios socios o, todo lo más, por un reducido número de personas.

<sup>452</sup> Nada se establece tampoco de las consecuencias que tendrá la falta de publicación. Pero en la norma la referida publicación constituye un deber legal que pesa directamente sobre los administradores sociales. Por esta razón, no es descartable que los administradores puedan incurrir en responsabilidad por los daños que la omisión de la publicación haya podido causar a socios o a terceros. En esta línea, conforme al Derecho portugués, la doctrina sostiene que la falta de comunicación del fracaso del aumento puede generar la responsabilidad de los administradores frente a aquellos suscriptores a quien les haya perjudicado el silencio (VENTURA, *Alterações do contrato de sociedade*, cit., p. 174).

### **2.2.2. La comunicación del fracaso del aumento por suscripción incompleta a la Comisión Nacional del Mercado de Valores**

A la obligación de hacer público el hecho de la ineficacia del aumento del capital por causa de la incompleta suscripción a través del Boletín Oficial del Registro Mercantil, se une la obligación de notificar esta circunstancia a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (Disposición Adicional Primera 4º de la LSA). Esta segunda obligación presenta dos diferencias básicas con la primera: por un lado, la comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores prescrita por la citada disposición legal no se impone en todos los casos en los que el aumento fracase por el referido motivo, sino sólo cuando aquel organismo hubiera “intervenido en la verificación inicial de la operación”<sup>453</sup>; por otro, mientras que la publicación en el Boletín Oficial del Registro Mercantil sólo se exige cuando el aumento ha quedado totalmente ineficaz (esto es, cuando se aplica la consecuencia jurídica que, según el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas, es la regla general), la comunicación al Órgano regulador del Mercado de Valores será preceptiva siempre que el aumento del capital no haya sido suscrito por completo, con independencia de que la consecuencia de esta falta de íntegra suscripción haya sido la ineficacia total del aumento (fracaso total) o la eficacia del mismo por la cifra efectivamente suscrita (fracaso parcial).

La publicidad del resultado de la suscripción mediante la comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores tiene un contenido y una función muy diferente a la publicidad a través del Boletín Oficial del Registro Mercantil: de lo que se trata es de informar al Órgano administrativo que verificó inicialmente la emisión y oferta de las acciones, esto es, que ha intervenido como supervisor de la operación, del hecho de que la emisión no ha sido colocada en su totalidad. La falta de íntegra suscripción, en los supuestos de ofertas públicas, es, sobre todo,

---

<sup>453</sup> *Vid.*, en relación a las emisiones sometidas a dicha verificación, los artículos 5, 6 y 7 del R.D. 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores.



sinónimo de la falta de éxito de la oferta, y consecuencia de una respuesta negativa del mercado, que puede poner en evidencia la existencia de fallos en la emisión o la colocación de las acciones, un precio de emisión demasiado elevado, o una falta de confianza en la solvencia y solidez del emisor. Por esta razón, la Comisión, en cuanto órgano que verificó la legalidad de la emisión y que tiene encomendada la supervisión e inspección de los mercados de valores, en aras de la transparencia, el control de la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores (art. 13 LMV), estará interesada en conocer que la emisión no ha sido enteramente cubierta y el grado alcanzado por la suscripción. En cualquier caso, hay que tener en cuenta que cuando la emisión se haya instrumentado mediante oferta pública de suscripción, el emisor queda siempre obligado a comunicar a la citada Comisión el resultado de la suscripción, incluso aunque ésta haya sido completa. Y es que al lado de la preceptiva comunicación exigida por la Disposición Adicional Primera 4º de la Ley de Sociedades Anónimas (que, según hemos apuntado, sólo se exige cuando la suscripción ha sido incompleta), la normativa específicamente aplicable a las emisiones públicas, en las que siempre interviene la Comisión Nacional del Mercado de Valores, obliga también a informar a dicho Órgano, para su comunicación entre el público, sobre el resultado del procedimiento de adjudicación de los nuevos valores empleado y sobre la difusión alcanzada en la colocación (art. 25.2 R.D. 291/1992 y Número Noveno de la O.M. de 12 de julio de 1993)<sup>454</sup>. Del contenido de la información exigida por estos dos preceptos forma parte lo relativo al resultado de la suscripción, debiendo indicarse si la suscripción ha absorbido o no el total de la oferta, y, en caso de que la suscripción haya sido incompleta, la cuantía efectivamente alcanzada. De este modo, la Ley extiende la labor de control de la emisión por la Comisión Nacional

---

<sup>454</sup> La referida Orden Ministerial somete al emisor a dicho deber de información sólo cuando para la emisión pública hubiera sido preceptiva la presentación y el registro de un folleto informativo, dejando excluidas en cualquier caso las emisiones y OPVs de Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable y de participaciones en Fondos de Inversión, lo que evidentemente restringe la obligación de información con relación a lo dispuesto en el art. 25.2 del Real Decreto 291/1992. No obstante no hay que olvidar que la Orden Ministerial constituye respecto de éste último una norma de inferior rango, por lo que la discordancia debería resolverse en favor de lo preceptuado por el artículo 25.2 del Real Decreto.

del Mercado de Valores hasta el momento del cierre de la operación.

La ausencia de la referida comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha de considerarse como una infracción grave (art. 100 j) LMV)<sup>455</sup>.

La falta de comunicación del resultado de la suscripción a la CNMV no es el único supuesto relacionado con la suscripción incompleta de la emisión que puede dar lugar a una infracción de la normativa del mercado de valores. Cabe mencionar la posibilidad de que el emisor "maquille" la escasa aceptación de la oferta de los nuevos valores desencadenante de la suscripción incompleta a través la técnica de la simulación o la utilización de personas interpuestas, dando la apariencia de que la emisión ha sido íntegramente suscrita cuando, en realidad, no ha sido así (o, mejor dicho, no habría sido así de no haberse recurrido a las técnicas señaladas). Entre otros motivos, el emisor estará tentado de presentar como completa una suscripción materialmente incompleta a los fines de cumplir con determinadas exigencias de capitalización (esto es, cuando el hecho de la suscripción incompleta, aunque no dé lugar a la ineficacia total el aumento del capital por haberse previsto esta circunstancia en los términos que prescribe el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas, no sirve para satisfacer las necesidades formales de capitalización del emisor)<sup>456</sup>, o bien para intentar evitar el descrédito que supone una escasa acogida de la oferta.

A estos efectos es de interés indicar que en los Estados Unidos de América una de las preocupaciones asociadas a las ofertas de acciones condicionadas a la suscripción del total de los títulos emitidos (o de una parte o un determinado volumen mínimo de ellos) se identifica con la posibilidad de que el emisor o la entidad colocadora manipulen la suscripción de la emisión a fin de crear la falsa apariencia de una completa suscripción de la oferta. A partir de la regla 10 b-9, que, como hemos indicado, fue incorporada en 1962 a la *Securities Exchange Act de 1934* con el inicial (y exclusivo) propósito de garantizar el conocimiento y la confianza de los inversores sobre las consecuencias de una suscripción incompleta de la emisión en relación con la devolución de los fondos desembolsados, la SEC ha interpretado que una emisión no puede considerarse completamente suscrita a menos que todos los valores —de acuerdo con las condiciones de la emisión— hayan sido vendidos de buena fe (en *bona fide transactions*). La SEC afirma en este sentido que la venta no es de buena fe cuando es el propio emisor el que por medio

---

<sup>455</sup> Vid. J.R. DEL CAÑO PALOP, "Artículo 34. Régimen sancionador", en F. Sanchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, p. 975.

<sup>456</sup> Vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, "Artículo 30. Entidades colocadoras y comercializadoras", *cit.*, p. 880-881.

de intermediarios o personas de su confianza crea la apariencia de una total suscripción, lo que ocurre —como ya indicábamos— cuando el emisor acuerda con terceras personas que éstas suscriban con la asistencia financiera de la sociedad o con el compromiso de aquél de cubrir las pérdidas que pueda acarrear la inversión, o cuando el suscriptor —también de acuerdo con el emisor— no tiene intención de desembolsar los valores adquiridos<sup>457</sup>. En estos casos, se considera que existe violación de la Ley a través de estas manipulaciones fraudulentas con las que se crea la apariencia de que la condición conectada a la oferta se ha cumplido cuando en realidad no ha sido así (*fraudulent closing of the offering*). Además, la SEC va incluso más allá al considerar que, cuando no se está ante una emisión asegurada —como en los casos que examinamos—, son fraudulentas las compras de acciones realizadas por el *underwriter* o sus afiliados con el objetivo de completar una suscripción incompleta, siempre que éstos no informan al mercado sobre las dichas adquisiciones (esto último ha sido criticado por algunos autores porque, en realidad, el hecho de que suscriba el intermediario no siempre es representativo de una transacción de mala fe, ya que los fondos aportados pueden no provenir del emisor, sino ser fondos propios del *underwriter* o de sus afiliados que éstos emplean adoptando una decisión real de inversión<sup>458</sup>).

---

<sup>457</sup> Vid. R. B. ROBBINS, "All-or-non Offerings", *The Rev. of Sec. & Comm. Reg.*, 19<sup>th</sup> march, n° 6, 1986, p. 59 y ss; y, en relación con algunos de los medios más frecuentemente utilizados para crear esta apariencia de éxito de la oferta, FREILICH/JANVEY, "Understanding Best Efforts Offerings", *cit.*, p. 156 y ss.

<sup>458</sup> Los autores se preguntan sobre si, ya que el interés del *underwriter* en que se cumpla la condición no siempre manifiesta la existencia de fraude, ¿qué interés tiene la SEC en que el *underwriter* o los *brokers* no suscriban acciones? (vid. R. B. ROBBINS, "Structuring Best Efforts Offerings and Closings under Rule 10B-9", en *ALI-ABA, Course of Study of American Law Institute-American Bar Association*, Washington D. C., 1996, marginal 157).

En realidad, la preocupación de la SEC por el hecho de que las ventas o suscripciones sean realizadas *de buena fe* está fundamentada en buena parte en la denominada "*corroboration theory*", que otorga a la regla 10 b-9 de la *Securities Exchange Act* un contenido más sustantivo del que tenía en origen. Como en el próximo capítulo veremos (vid. *infra* Capítulo 4º, II. 1.1.), con arreglo a esta teoría financiera, las ofertas realizadas en régimen de "all or none" o "part or none" constituyen la principal protección de los inversores, ya que garantizan a cada inversor que recuperará el dinero invertido a menos que otros inversores compartan su juicio de que el riesgo que está asumiendo con la suscripción de esos títulos merece la pena y que el precio pagado por éstos es justo, buen juicio que queda representado en la suscripción completa —o del mínimo exigido en las condiciones de emisión— de la oferta lograda entre los inversores. Así, la incapacidad del *underwriter* para colocar los títulos —o colocarlos en transacciones de buena fe— será normalmente indicativo de que el mercado juzga demasiado alto el precio de la oferta y de que no *corrobor*a las expectativas o los motivos asociados a la emisión. Y de igual modo el concepto de "*corroboration*" incluye que la adquisición de los títulos emitidos debe ser realizada por terceros no ligados al emisor o a la entidad colocadora que asuman el riesgo de la inversión (esto es, que efectúen un *independent investment judgment*). Por ello, se considera que la suscripción de la emisión fuera de los mecanismos del libre mercado o en la que los suscriptores adoptan su decisión de invertir sin arriesgar su propio dinero, consituyen un fraude a las legítimas expectativas de los suscriptores, y, en consecuencia, un fraude a este último propósito o finalidad asignado a la regla 10 b-9 (vid. ROBBINS, "All-or-non Offerings", *cit.*, p. 61 y ss.). En estos casos, pese a la

Desde el punto de vista de las normas de conducta del Derecho del Mercado de Valores español, este comportamiento determinará dos conductas diferentes, constitutivas cada una de dos infracciones "muy graves", aunque por distintos motivos. En primer lugar, el solo hecho de la utilización de personas interpuestas o la "realización de operaciones sobre valores que implique simulación de las transferencias de la titularidad de los mismos" es una conducta que determina una infracción muy grave por aplicación de la letra s) del artículo 99 de la Ley del Mercado de Valores. En segundo lugar, en virtud de la preceptiva comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de VALroes sobre el resultado de la colocación (art. 25.2 R.D. 291/1992 y Número Noveno de la O.M. de 12 de julio de 1993), el emisor informará a la citada Comisión de que la suscripción ha sido completa. Esta información, aunque correcta desde un punto de vista formal, debe considerarse materialmente errónea debido a la simulación presente en, al menos, parte de los negocios de suscripción, o a la utilización de personas interpuestas, siendo, por ello, constitutiva de una infracción muy grave según lo dispuesto en la letra ñ) del artículo 99 de la Ley del Mercado de Valores<sup>459</sup>.

---

formal cobertura de la emisión, los suscriptores tendrán derecho a la restitución de las aportaciones realizadas como si la emisión no hubiera sido cubierta de acuerdo con las condiciones de la oferta.

<sup>459</sup> Al margen de que la técnica de la simulación o de la utilización de personas interpuestas para dar la apariencia de íntegra suscripción de un aumento del capital —en realidad, no cubierto por completo— constituya una *infracción* de las normas del Mercado de Valores, y, en cuanto tal, susceptible de la correspondiente sanción administrativa (*vid.* arts. 102-107 LMV), no puede dejar de advertirse que tales conductas han de considerarse prohibidas, asimismo, en el plano del Derecho de Sociedades por virtud de la aplicación de las normas que disciplinan con carácter general los negocios relativos a las propias acciones. En este sentido, es evidente que en algunos casos, y, particularmente, en aquéllos en los que pueda constatarse que el tercero adquiere las acciones de nueva emisión actuando por cuenta de la sociedad, será posible apreciar la existencia de un negocio de suscripción de acciones propias por medio de persona interpuesta, debiéndose entender aplicable el artículo 74.3 de la Ley de Sociedades Anónimas que, como es sabido, establece a cargo de los administradores la obligación de responder solidariamente del reembolso de las acciones suscritas. De la misma forma, en todos aquellos supuestos en los que el tercero realice la adquisición valiéndose de cualquier tipo de asistencia financiera prestada por la sociedad, no es dudoso que la operación (considerada en su conjunto) queda comprendida en el supuesto de hecho regulado en el artículo 81 de la Ley de Sociedades Anónimas, el cual establece una prohibición general sobre los negocios de auxilio financiero para la adquisición de acciones propias. En relación con las consecuencias jurídicas derivadas de este último precepto, ha de tenerse en cuenta, no obstante, que, si bien la anterior prohibición determina la nulidad de pleno derecho del negocio de financiación realizado por la sociedad, dicha ineficacia no resulta trasladable en todo caso al negocio de adquisición de las acciones efectuado por el suscriptor, sino que, en vía de principio, la validez o invalidez del negocio adquisitivo dependerá de en qué medida la ilicitud derivada de la causa de la financiación o de la atribución patrimonial societaria resulta indisociable del resultado mismo que se persigue mediante la adquisición misma, esto es, de si el significado económico de esta última es, en sí mismo, lesivo del interés social o de terceros por razón de la propia concesión de la asistencia financiera (*vid.*, A. VAQUERIZO ALONSO, *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias. Estudio para una reconstrucción de su disciplina jurídica*, Tesis Doctoral inédita, Universidad Autónoma de Madrid, 2002, p. 501 y ss.).

### III. LA EXCEPCIÓN: LA EFICACIA PARCIAL DEL AUMENTO DEL CAPITAL

#### 1. La eficacia (o ineficacia) parcial del aumento a causa de la suscripción incompleta como supuesto de "reducción" del negocio

La excepción a la regla general de la ineficacia total y absoluta del aumento del capital como consecuencia de la incompleta suscripción es la posibilidad de que éste se lleve a efecto en la cifra inferior (esto es, inferior a la cifra por la que se adoptó el acuerdo de aumento) equivalente a la cuantía que representen las acciones efectivamente suscritas. El carácter excepcional de la posibilidad de que el aumento del capital sea eficaz a pesar de la falta de íntegra suscripción está presente en el propio tenor literal del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas, que, al igual que la norma comunitaria de la que procede (artículo 28 de la Segunda Directiva), establece que aquella posibilidad será factible *sólo* cuando la sociedad así lo hubiera previsto *expresamente*.

Como ya hemos señalado, frente a la regla legal general de la ineficacia total del acuerdo de aumento, esta consecuencia jurídica "excepcional" que permite la eficacia del aumento incompleto constituye, en todo caso, un mero supuesto de *eficacia parcial*, o, visto desde el lado contrario, un supuesto de *ineficacia parcial*. En particular, se trata de un supuesto de ineficacia parcial cercano a aquéllos en los que la ineficacia de una parte del negocio (o de una parte de una cláusula contractual) es el resultado de una *reducción cuantitativa* del mismo a fin de salvaguardar el cumplimiento de una norma imperativa, esto es, un caso de *ineficacia parcial reductora*. Como es sabido, se habla de *reducibilidad* del negocio o de *reducción conservadora de la validez* para identificar la técnica jurídica que permite conservar la eficacia de un negocio o de un acuerdo contractual que infringe una norma imperativa, aunque reducida dicha eficacia en la medida necesaria para salvaguardar la supremacía de la norma infringida. En sentido estricto, el expediente de la reducción es utilizado en los casos de cláusulas negociales *excesivas*, en cuanto que exceden el límite cuantitativo o

temporal impuesto por una norma jurídica<sup>460</sup>. En el caso que contemplamos ocurre algo parecido: la suscripción incompleta de las acciones emitidas es una circunstancia que determina que la cifra de capital por la que se acordó el aumento resulte excesiva en el *quantum*, ya que el aumento del capital no puede llevarse a efecto en la cuantía previamente acordada sin vulnerar la norma imperativa que exige la íntegra suscripción del capital social. Así, excluida de manera expresa por las partes la solución legal general de la ineficacia total de dicho acuerdo, la Ley permite conservar la validez del mismo, si bien reducidos los efectos en la cantidad necesaria para salvar la referida norma imperativa.

## **2. Requisitos para la eficacia del aumento en caso de suscripción incompleta**

Si la ineficacia total del aumento del capital es configurada por el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas como la solución legal que se aplica por defecto para el caso de suscripción incompleta, la norma establece los requisitos que han de cumplirse para que el acuerdo de aumento pueda desplegar sus efectos a pesar de la falta de íntegra suscripción, aunque reducidos éstos en la medida de las suscripciones realizadas. Estos requisitos son tres:

- Que la opción por la eficacia del aumento reducido en su cuantía a las suscripciones recogidas haya sido *prevista* por la sociedad emisora.
- Que la previsión sea *expresa*.
- Que dicha previsión se haya hecho constar en las *condiciones de la emisión*.

### **2.1. La *previsión* del aumento incompleto**

Como ya ha sido indicado en numerosas ocasiones, para sustraerse de la aplicación de la solución legal de la ineficacia total y absoluta del acuerdo de aumento, la norma española sobre suscripción incompleta exige que esta circunstancia haya sido *prevista*. El requisito de la *previsión* significa que la

---

<sup>460</sup> Vid. ALFARO, *Las condiciones generales*, cit., p. 403 y ss.; GÓMEZ DE LA ESCALERA,

decisión en favor de mantener la eficacia del aumento a pesar de la falta de íntegra suscripción y en la cuantía de las suscripciones efectivamente realizadas, sea adoptada por la sociedad con antelación a la apertura del plazo de suscripción y, consiguientemente, al ofrecimiento de las nuevas acciones. Según es sabido, la exigencia de la decisión anticipada respecto de la eficacia del eventual aumento incompleto es consecuencia obligada de la incorporación de la Segunda Directiva (art. 28). Después de un largo proceso de discusión —cristalizado en soluciones diferentes y antagónicas en los textos preparatorios que precedieron al texto definitivo— sobre la conveniencia de dejar a la sociedad la posibilidad de adoptar esa decisión a la luz del resultado de la suscripción (decisión *a posteriori*), el legislador comunitario optó por la solución que se presumía como la más tuitiva de los intereses de los suscriptores, al darles la oportunidad de conocer un dato de fundamental importancia antes de decidir suscribir nuevas acciones: el destino de los negocios de suscripción en caso de que el aumento del capital no sea cubierto por completo.

Conforme al texto literal del artículo 161, la ausencia de tal previsión impide, pues, toda eficacia del acuerdo de aumento, de modo que, una vez cerrado el plazo de suscripción y comprobada la existencia de acciones no suscritas, ni la sociedad podrá pretender llevar a efecto la ampliación en la cuantía suscrita, ni los suscriptores la validez de los negocios de suscripción realizados<sup>461</sup>.

En nuestra opinión, la norma ha de estimarse demasiado rígida en lo que se refiere a la exigencia de dicha *previsión* sin establecer excepción alguna, ni siquiera cuando la cuantía no suscrita es insignificante con relación a la cuantía total del aumento. Así, la falta de previsión de la suscripción incompleta, que bien puede deberse a una confianza fundada en que el aumento será suscrito por completo (o, incluso, a un simple "olvido" de este eventual problema) y no tanto a una voluntad de excluir la

---

*La nulidad parcial*, cit., p. 87 y ss. y p. 104; LÓPEZ FRÍAS, "Clases de nulidad parcial", cit., p. 856.

<sup>461</sup> La norma parecer conculcar la posibilidad de que la sociedad decida sobre si dar eficacia o no al aumento incompleto una vez cerrado el plazo de suscripción si la eventualidad de una suscripción incompleta no fue prevista de antemano. No obstante, queda la duda sobre el alcance del requisito de la previsión y sobre si el mismo impide toda posibilidad de actuación *a posteriori*. Sobre este asunto, vid. *infra* Capítulo 4º, III., 3.

eficacia de un posible aumento incompleto, determinará el fracaso absoluto de operaciones de aumento del capital en las que haya quedado un pequeño número de acciones sin suscribir (v. gr.: debido a ligeros desajustes en la relación de cambio fijada para el ejercicio del derecho de suscripción preferente). En vista de las indeseables consecuencias que puede tener la ausencia de previsión en estos casos, y pensando en lograr un justo equilibrio entre los intereses de la sociedad y de los suscriptores, quizá hubiera sido más adecuada una norma que introdujera cierta dosis de flexibilidad arbitrando algún mecanismo que permitiera salvar la eficacia de aumentos de capital “casi” íntegramente suscritos cuando no se previó la suscripción incompleta. En este sentido puede servir de ejemplo la solución arbitrada en el artículo L. 225-134 del *Code de Commerce* francés, que es, además, una solución de orden público en la medida en que la propia norma sanciona con la nulidad todo acuerdo en contrario. Este precepto establece que, aun a falta de previsión de la suscripción incompleta, el Consejo de administración o el Directorio podrán limitar en cualquier caso (de oficio y sin necesidad de autorización de la Junta general de accionistas) el aumento del capital a la cifra efectivamente suscrita cuando las acciones sobrantes representen un importe inferior al 3% de la cuantía del aumento acordada. En favor de una flexibilización del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas española en el sentido indicado, puede recordarse que la propia Ley de anónimas no es ajena a establecer excepciones a la aplicación de ciertas normas imperativas amparándose en razones cuantitativas insignificantes. Así, por ejemplo, en materia de aumento del capital la Ley exige el desembolso total del capital social anterior para poder realizar un aumento del capital con aportaciones dinerarias, pero exceptúa de dicha exigencia los casos en que la cantidad pendiente de desembolso no exceda del tres por ciento de dicho capital (art. 154 LSA).

## 2.2. La previsión expresa

El artículo 161, fiel al texto de la norma comunitaria de la que procede, exige, además, que tal previsión sea *expresa*. Este requisito no presenta cuestiones interpretativas relevantes. Por un lado, significa que la opción en favor de la eficacia del aumento parcial no se presume. Por otro, que la sociedad debe *especificar con claridad* dicha opción<sup>462</sup>.

---

<sup>462</sup> Un menor celo del legislador se advierte en la norma sobre el aumento incompleto en la sociedad limitada. Para este supuesto, la Ley se limita a indicar que la opción (en este caso, opuesta por referencia a la solución aplicable a la sociedad anónima) por la ineficacia debe haberse previsto en el acuerdo, sin exigir, o, al menos, no de manera explícita, que dicha previsión sea *expresa* (cfr. art. 77 LSRL). Ello plantea la duda sobre la validez de previsiones *implícitas* de aumento incompleto, es decir, sobre si podría considerarse que la sociedad ha optado por la ineficacia del aumento incompleto cuando, a pesar de no constar una previsión *expresa* y



En relación con el requisito de la previsión de *forma expresa*, los mayores problemas se presentarán cuando los términos empleados para ello no manifiesten la suficiente claridad. Respecto de este problema, se ha indicado que, en atención a la finalidad protectora de los intereses de los futuros suscriptores que cabe atribuir al requisito de la previsión *expresa*, este requisito debe interpretarse de modo riguroso y en sentido restrictivo<sup>463</sup>. Así, en la hipótesis de que la sociedad se limite a prever genéricamente la posibilidad de que el aumento no resulte cubierto por completo (sin añadir nada más —en particular, sin añadir que, en ese caso, el aumento quedará eficaz por el importe suscrito—), ha de aplicarse la regla general prevista en el citado precepto, con la consiguiente ineficacia total y absoluta del aumento del capital<sup>464</sup>. Y lo mismo cabría afirmar de los casos en los que la sociedad se limite a establecer que se acuerda aumentar el capital *hasta* una cifra determinada<sup>465</sup>.

En nuestro país, es relativamente frecuente que los acuerdos de aumento del capital social fijen la cifra del aumento utilizando el término "hasta" (v. gr.: se acuerda aumentar el capital social desde 300.000 euros —cifra que representa el capital social actual— hasta 600.000 euros —cifra que representaría el capital social ya aumentado). La jurisprudencia registral interpreta, sin embargo, que la preposición "hasta" tiene en este contexto el mismo significado que la preposición "a" o que el término "en", de modo que aquélla no puede entenderse como sinónimo de una simple *cifra máxima* del acuerdo del capital, sino como la cifra en la que el capital social *ha de ser aumentado* (es decir, como sinónimo de una cifra fija y exacta del aumento del capital). Así, concretamente, en relación con uno

---

*específica* de esta eventualidad, tal consecuencia es la que resulta más coherente con el resto del contenido del acuerdo de aumento.

<sup>463</sup> MARCHETTI, "Commento all'art. 20 II", *cit.*, p. 174.

<sup>464</sup> *Vid.*, respecto del significado de la palabra "expresamente" en la Segunda Directiva, TARANTINO, "Aumento di capitale non integralmente sottoscritto", *cit.*, p. 603.

<sup>465</sup> No obstante, como se recordará, en Alemania (donde no existe norma reguladora de la suscripción incompleta del aumento), la doctrina interpreta que el hecho de que la sociedad especifique en el acuerdo de aumento que el capital se aumentará *desde* una determinada cifra *hasta* otra es suficientemente expresivo de que la cifra del aumento no es una cifra fija (*bestimmer Betrag*), sino una cifra máxima (*Höchstbetrag*), dentro de la cuál la ampliación del capital será efectiva en el límite cuantitativo que representen las suscripciones efectuadas durante el plazo de suscripción (*vid. supra* Capítulo 1º, IV, 1.3.).

de estos casos (en el que la Junta general acordó aumentar la cifra del capital *hasta* mil millones de pesetas, con delegación en el órgano de administración de la facultad de integrar el acuerdo de la Junta ex artículo 153.1. a) LSA, y habilitando a este órgano para "reducir la cifra de *hasta mil millones* si no fuera necesario llegar a esa cantidad") la Dirección General de los Registros y del Notariado<sup>466</sup> denegó la inscripción del aumento del capital por cifra de sesenta millones de pesetas (aumento ejecutado por los administradores en virtud de aquél previo acuerdo de la Junta general), fundamentando su decisión en que la delegación en los administradores en virtud del referido artículo 153.1 a), lo es para fijar las condiciones del aumento en todo lo no previsto en el acuerdo de la Junta y señalar la fecha en que el aumento del capital debe llevarse a efecto *en la cifra acordada*, siendo ése un instrumento de delegación diferente del que se conoce con el nombre de aumento del capital autorizado, en el que la Junta delega en los administradores la propia facultad de acordar el aumento del capital dentro, aquí sí, del *importe máximo* fijado en el acuerdo de delegación (art. 153.1. b) LSA). Por el contrario, conforme al citado artículo 153.1. a), y siempre según la Dirección General, es claro que el aumento del capital resultante de la ejecución del acuerdo de la Junta por los administradores debe coincidir en su cuantía con el importe del aumento fijado en dicho acuerdo, que debe ser siempre (es decir, con independencia, por tanto, de los términos en que se exprese) una cifra exacta y no únicamente una cifra máxima, teniendo en cuenta, además, que en el caso discutido, la Junta no había previsto ni delegado la posibilidad de un aumento parcial en virtud del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas.

Esta decisión de la Dirección General de los Registros y del Notariado ha sido contestada en tono crítico por alguno de nuestros autores<sup>467</sup>, a cuyo juicio, nada impide (salvo una interpretación en extremo rigurosa y en exceso apegada al tenor literal de la norma, sin un argumento jurídico lo suficientemente convincente, al tenor literal de la norma) que la cifra que figura en el acuerdo de aumento de la Junta que prevea la denominada delegación "para integrar" ex artículo 153.1 a) sea una cifra *fija y determinada* (supuesto normal o habitual), o bien una cifra *determinable o máxima*, que, después, los administradores se encargan de concretar al ejecutar el acuerdo<sup>468</sup>.

---

<sup>466</sup> RDGRN de 4 de octubre de 2000 (Ar. RJ. 10212), confirmando la decisión del Registrador Mercantil de Murcia.

<sup>467</sup> M. SACRISTÁN REPRESA, "El acuerdo de aumento del capital por cuantía determinable. Sobre la delegación en los administradores (art. 153 de la LSA)", en VV.AA., *Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, III, Madrid, 2002, p. 2435 y ss.

<sup>468</sup> Vid. SACRISTÁN REPRESA, "El acuerdo de aumento del capital por cuantía determinable", *cit.*, p. 2455 y ss. Por lo que creemos deducir de las palabras del autor (dado el barroquismo con el que se expresa la argumentación), en su opinión, si la cifra del aumento acordado por la Junta es una cifra exacta, el aumento sólo podrá llevarse a efecto en una cifra inferior cuando la suscripción haya sido incompleta y la sociedad haya previsto expresamente esta contingencia en las condiciones de emisión ex artículo 161 de la Ley de anónimas. Es decir, este

En nuestra opinión —sobre la base de lo expuesto—, resulta cierto que el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas parte del hecho de que la cifra por la que ha sido acordado el aumento del capital es una cifra fija y exacta, y, en este sentido, permite que el aumento se lleve a efecto por una cifra inferior cuando las suscripciones realizadas no hayan logrado la cobertura íntegra de la misma, siempre que esta circunstancia haya estado prevista expresamente en las condiciones de la emisión. Por esta razón, resulta también cierto que el referido precepto no puede traerse a colación si se entiende que el órgano social que ha acordado el aumento no ha optado por establecer una cifra exacta sino una simple cifra máxima, ya que entonces, por definición, "valdría" cualquier aumento del capital que se efectuara por cifra inferior a la acordada. Otra cosa distinta es que sea legítimo con arreglo a nuestro Derecho vigente, fijar la cifra del aumento en una simple *cifra máxima*<sup>469</sup>. Por un lado, porque si lo que se pretende con la fijación de esa "cifra máxima" es que el aumento quede eficaz si no se logra la íntegra cobertura de la misma, ello no puede hacerse ahora al margen de la previsión del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas, que exige que la posibilidad de un aumento parcial por falta de íntegra suscripción se comunique expresamente a los suscriptores en las condiciones de la emisión (la cifra máxima no se presume). Por otro lado, porque si lo que se pretende con esa "cifra máxima" fijada en el acuerdo de aumento de la Junta es dejar que los administradores decidan después, en virtud de la delegación "para integrar" y para señalar la fecha en que debe ser ejecutado dicho acuerdo ex artículo 153.1 a) de la Ley de anónimas, el importe exacto (dentro de esa "cifra máxima") en el que ha de ser aumentado el capital, probablemente, se estarían traspasando de forma ilegítima los límites de la denominada "delegación para integrar" hacia el instrumento del capital autorizado regulado en la letra b) del mismo artículo 153.1. de la Ley de anónimas. Es, en efecto, dudoso que la fijación de una "cifra máxima" por la Junta con delegación en los administradores de decidir llevar a efecto el aumento del capital por la cuantía que ellos determinen dentro de ese importe máximo pueda realizarse por la vía del artículo 153.1 a) y sustraerse, de este modo, a la aplicación del régimen del aumento del

---

último precepto parte del supuesto normal o habitual de que la cifra del aumento es una cifra exacta. Pero el mismo resultado puede lograrse utilizando una fórmula equivalente mediante la que se fije en el acuerdo la cuantía del aumento *hasta* una determinada cuantía y dejando que sean los administradores (en virtud de la delegación para integrar) los que a su discreción y en función de las necesidades reales de la empresa en el momento de la ejecución del acuerdo determinen la cuantía definitiva.

<sup>469</sup> Sin embargo, conforme a la Ley de Sociedades Anónimas de 1951 (donde no existía norma alguna sobre la suscripción incompleta del aumento) parte de nuestra doctrina admitía la posibilidad de fijar la cifra del aumento en una simple *cifra máxima* (así, GIRÓN, *Derecho de Sociedades Anónimas*, p. 487; en contra, GARRIGUES-Olivencia, *Comentario*, II, *cit.*, p. 273; con dudas al respecto, pero apuntando los problemas que una cifra incierta provoca para el cálculo de la relación de cambio en materia de derecho de suscripción preferente, SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, *cit.*, p. 228).

capital autorizado<sup>470</sup>.

En realidad, a nuestro juicio, el problema de la falta de claridad de la previsión de la suscripción incompleta se reconduce al problema más general de la interpretación de los contratos, y en cuanto tal, deben tenerse en cuenta —como primera medida— los criterios hermenéuticos generales en materia contractual (arts. 1281 y ss. C.c.). Entre éstos, resulta fundamental la regla *contra proferentem*, según la cual la interpretación que se haga de una cláusula oscura no puede favorecer a la parte que hubiera ocasionado la oscuridad (art. 1288 C.c.). Este criterio se reproduce en la normativa sobre condiciones generales de la contratación (naturaleza atribuible a las condiciones de la emisión, al menos, en los casos de oferta pública) en el sentido de que la interpretación de las condiciones generales oscuras debe favorecer al adherente (art. 6.2 LCGC). De la aplicación del señalado criterio interpretativo cabe deducir que la sociedad —a quien se debe la formulación de las condiciones de emisión— no podrá prevalecerse frente al suscriptor de la falta de claridad de la llamada “cláusula de suscripción incompleta”<sup>471</sup>. Así, ante la pretensión de devolución de las

---

<sup>470</sup> En contra de esta posibilidad la citada RDGRN de 4 de febrero de 2000, y la conclusión a que, a pesar de la defensa de este particular *tertius genus* de delegación, parece apuntar el propio SACRISTÁN REPRESA (“El aumento del capital social por cuantía determinable”, *cit.*, p. 2465-2467), cuando afirma la necesidad de integrar el régimen de este supuesto *atípico* de delegación con el régimen previsto para el aumento autorizado. En cualquier caso, algún ejemplo reciente muestra que en la práctica se emplea este instrumento *atípico* de delegación. Así, la Junta General Ordinaria del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. acordó el 9 de marzo de 2002 una ampliación del capital por importe nominal de 782.983.750 euros, mediante la emisión de nuevas acciones ordinarias, “delegando en el Consejo de administración la facultad de señalar la fecha en que este acuerdo de ampliación del capital social debe llevarse a efecto, *en todo o en parte, dentro de la cifra acordada*, en un plazo no inferior a un año, o incluso abstenerse de ejecutarlo, y de fijar las condiciones del mismo en todo lo que no resulte determinado en el acuerdo de la Junta General”, si bien “con la previsión de decidir según lo dispuesto en el artículo 161.1 de la Ley de Sociedades Anónimas (punto 2º del Orden del Día, *vid.* en diario *El País*, lunes 18 de febrero de 2002, nuestra la cursiva).

<sup>471</sup> La calificación como consumidores de aquellos que adquieren, como inversores, valores negociables en el mercado es defendida —al menos en el sentido amplio de la noción de consumidor— por gran parte de la doctrina (*vid.*, entre otros, A. BERCOVITZ, “La protección jurídica del *inversor* en valores mobiliarios”, en A. Bercovitz/R. Bercovitz (dir.), *Estudios jurídicos de protección de los consumidores*, Madrid, 1987, p. 299 y ss.; F. VALENZUELA GARACH, *La información en la sociedad anónima y en el mercado de valores*, Madrid, 1993, p. 27; DE CARLOS BERTRÁN, *Régimen jurídico de las ofertas públicas*, *cit.*, p. 129 y ss.). No obstante, es preciso distinguir entre los inversores profesionales, los inversores “empresarios” y los inversores

aportaciones por parte de un suscriptor fundada en el convencimiento de que la sociedad no previó la eficacia del aumento incompleto, la sociedad no podrá alegar la existencia de dicha previsión basándose en el significado implícito de los términos empleados en la redacción de las condiciones de emisión o en la propia ambigüedad de los mismos. Y lo mismo cabría afirmar en el caso contrario, es decir, respecto de la solicitud de la asignación de las acciones suscritas y del reconocimiento de los derechos derivados de la suscripción por parte de los suscriptores: la sociedad no podría oponerse alegando en su favor la falta de claridad de la previsión de la suscripción incompleta<sup>472</sup>.

### **2.3. La previsión de la suscripción incompleta en las condiciones de la emisión**

1. La norma exige, además, que dicha previsión expresa figure en las condiciones de la emisión.

---

institucionales, por un lado, y, por otro, el pequeño inversor inexperto que actúa de manera directa en la adquisición de los valores. Sólo respecto de este último se hace posible la identificación entre los conceptos de inversor y consumidor (así, con acierto, A. ALONSO UREBA, "Inexactitudes u omisiones en el contenido del folleto informativo con motivo de una emisión/oferta de valores negociables. (En torno a los arts. 20 y 21 RD 291/1992), en VV.AA., *Estudios jurídicos en Homenaje a Aurelio Menéndez*, III, Madrid, 1996, p. 3086-3091). Se destaca en este sentido que la regulación del mercado de valores y la regulación en materia de consumidores coinciden en al menos dos presupuestos: por una parte, la asimetría informativa entre los oferentes de los valores y los pequeños inversores, que es similar a la que existe entre el oferente de productos o servicios en masa y el consumidor, y, por otra, la configuración unilateral de las condiciones contractuales sobre las que el inversor adquiere el valor, que, del mismo modo, es similar a la que se produce en la relación entre el oferente y el consumidor (TRÍAS SAGNIER, "El sistema de protección del accionista inversor", *cit.*, p. 207). Pese a las dudas que aún pudieran subsistir en torno a la calificación del inversor como consumidor, actualmente resulta incuestionable, a la luz de la Ley de Condiciones Generales de la Contratación de 13 de abril de 1998, que los inversores tendrán la consideración de *adherentes* cuando adquieran tales valores en las circunstancias prescritas por los artículos 1 y 3 LCGC (*vid.*, en este sentido, FERNÁNDEZ PÉREZ, *La protección jurídica del accionista inversor*, *cit.*, p. 81-86). Estas circunstancias se dan cuando el suscriptor adquiere valores de nueva emisión limitándose a suscribir en las condiciones previa y unilateralmente redactadas por la sociedad emisora sin posibilidad de discutir su contenido.

<sup>472</sup> En cuanto a la aplicación de la regla *contra proferentem*, las opiniones coinciden en el carácter subsidiario respecto de los demás criterios interpretativos, por lo que resultará de aplicación sólo cuando la duda no haya podido ser resuelta conforme a los mismos (*vid.*, por todos, ALFARO, *Las condiciones generales*, *cit.*, p. 325). Sin embargo, este carácter subsidiario no puede ser entendido en un sentido tan riguroso que desplace hacia el suscriptor la carga de la labor de interpretación de la cláusula. Por otro lado, el intérprete, de entre los sentidos posibles que arroje el contenido de las condiciones de emisión, deberá determinar y seleccionar el más favorable para el suscriptor.

La mención legal de las *condiciones de emisión* como lugar en el que debe figurar, en su caso, la llamada "cláusula de suscripción incompleta" exige determinar cuál es el significado preciso de tales *condiciones* a estos efectos. En particular, exige determinar si la previsión de suscripción incompleta ha de figurar necesariamente en el propio acuerdo de aumento adoptado por la Junta General —o en el acuerdo de aumento adoptado por los administradores en el supuesto del aumento del capital autorizado (art. 153.1. b) LSA)—, o si dicha previsión puede ser incluida con posterioridad al acuerdo (aunque antes de la apertura del plazo de suscripción) a la hora de fijar los detalles complementarios de la ampliación y las condiciones del ofrecimiento de las nuevas acciones. La duda está provocada por la constatación de que la mayoría de las normas sobre suscripción incompleta del aumento del capital existentes en los Ordenamientos jurídicos extranjeros, y el propio legislador español en algunos otros preceptos (*cfr.* art. 77 LSRL y art. 162.2 LSA), exigen que la eventual "cláusula de suscripción incompleta" figure en el propio *acuerdo de aumento*<sup>473</sup>. Como puede adivinarse, en la pregunta sobre si la previsión de la suscripción incompleta (en caso de que la sociedad decida establecerla) ha de figurar necesariamente en el acuerdo de aumento o puede establecerse con posterioridad al mismo está implícita una cuestión no carente de importancia: la competencia orgánica para decidir sobre la eficacia o ineficacia del aumento en caso de suscripción incompleta.

Algunas páginas más arriba destacábamos que al lado del significado objetivo o material que cabe atribuir al término "emisión" de acciones, éste tiene también un sentido funcional o dinámico. Según este último sentido, por emisión de acciones ha de entenderse el acto de creación de un conjunto de nuevas acciones (creación en masa o en serie bajo criterios

---

<sup>473</sup> Sólo España y Bélgica (art. 34.5 del Código de Comercio belga) han incorporado literalmente el texto de la Segunda Directiva, que fija las *condiciones de emisión* como el lugar en el que ha de preverse, en su caso, la eficacia del aumento incompleto (*cfr.* art. 28 de la Segunda Directiva). El resto de países que han incorporado este precepto comunitario, establecen, sin embargo, que dicha eventual previsión debe incluirse en el *acuerdo de aumento* mismo (*cfr.* el artículo 2439.II del Código civil italiano, el artículo L. 225-134 del *Code de Commerce* francés y el artículo 457 del Código de Sociedades Comerciales portugués).

de homogeneidad) que da lugar a un negocio complejo de tracto sucesivo que finaliza con la adjudicación de los nuevos valores creados<sup>474</sup>. En sociedades ya constituidas, la emisión o creación de nuevas acciones se produce en el momento en que el órgano social competente adopta el acuerdo de aumento del capital. A nuestro juicio, no debe ser confundida la "emisión" de las nuevas acciones con la "puesta en circulación" de las mismas. Mientras que *emitir* acciones significa en sentido propio crear o dar origen a un conjunto de acciones, la *puesta en circulación* hace referencia, simplemente, al acto que abre el proceso de distribución de las acciones previamente emitidas (creadas), es decir, al acto que abre el plazo para que las personas interesadas adquieran —a través de la suscripción de los nuevos valores— la titularidad originaria de las mismas<sup>475</sup>. Por esta razón, mientras que para *crear* o *emitir* nuevas acciones sólo es competente la Junta general (y el órgano de administración por delegación de la Junta a través de la técnica del aumento autorizado —art. 153.1 b) LSA—), y ésta, a su vez, sólo puede emitir nuevas acciones mediante la adopción de un acuerdo de aumento del capital social, para la *puesta en circulación* resultan competentes (competencia propia por razón del cargo) los administradores, en cuanto que esta puesta en circulación constituye un acto de ejecución del previo acuerdo de aumento que dio lugar a la emisión de las acciones.

2. En este propósito puede servir de ayuda el recurso a la teoría de la distribución de las competencias decisorias entre los órganos sociales en relación con el contenido del acuerdo de aumento. Como es sabido, por virtud de la Ley la competencia para acordar el aumento del capital constituye una competencia propia y exclusiva de la Junta general, sólo delegable en los administradores bajo el estricto cumplimiento de los requisitos legales que conforman el instrumento del llamado "aumento autorizado" (art. 153.1. b) LSA). Cuando el aumento del

---

<sup>474</sup> Vid. *supra* Capítulo 2º, II, 1.2.

<sup>475</sup> Vid. A. J. TAPIA HERMIDA, "Artículo 4. Criterios de homogeneidad", *cit.*, p. 86-87. Otros autores, sin embargo, identifican el concepto de emisión con el de puesta a disposición de los valores de nueva creación, de manera que se dice que la emisión consiste, desde un punto de vista negocial privado, en la oferta de suscripción o de venta de valores dirigida al público inversor (J. W. IBÁÑEZ JIMÉNEZ, *La contratación en el Mercado de Valores*, en M. Olivencia/C. Fernández-Novoa/R. Jiménez de Parga (dir.) y G. Jiménez Sánchez (coord.), *Tratado de Derecho Mercantil*, Madrid-Barcelona, 2001, p. 112-113). A pesar de la distinción conceptual que —según creemos— existe entre el acto de emisión y la puesta en circulación propiamente dicha, en la práctica la diferencia se desdibuja por el hecho de que el principio de íntegra suscripción del capital social imperante en nuestro Derecho obliga a que todas las acciones emitidas sean puestas en circulación para hacer posible su suscripción, prohibiéndose la existencia de un capital emitido pero en cartera. Así, aunque entre la emisión o creación de las acciones y su puesta en circulación puede mediar un determinado intervalo temporal, esas acciones emitidas no integrarán el capital social a menos que sean suscritas tras la puesta en circulación.

capital es acordado por la Junta general, es decir, cuando el aumento se produce sin utilizar la técnica del aumento autorizado, la pregunta es, entonces, qué elementos del aumento debe necesariamente decidir la Junta al adoptar el acuerdo de aumento y qué otros elementos puede ésta dejar a la libre y ulterior decisión de los administradores.

Esta pregunta viene motivada porque, como es conocido, sobre la base de la legislación previgente (art. 90 LSA de 1951 y art. 116 RRM de 1956), la doctrina establecía la necesidad de distinguir entre el contenido mínimo y esencial del acuerdo, por un lado, y las condiciones accidentales, por otro<sup>476</sup>. Mientras que sobre los elementos que configuraban ese contenido mínimo y esencial debía pronunciarse necesariamente la Junta general como único órgano competente para adoptar el acuerdo de aumento fuera de los márgenes del aumento autorizado, las segundas, esto es, las condiciones accidentales, podían formar parte del acuerdo de aumento, o bien ser fijadas después por los administradores previa delegación (expresa o tácita) de la Junta<sup>477</sup>. En este sentido, se afirmaba que dicho contenido mínimo y esencial del acuerdo de aumento, sin el cuál este acuerdo no podía considerarse válido, estaba integrado por las llamadas *condiciones del aumento*. A su lado, las condiciones accidentales, susceptibles de

---

<sup>476</sup> En efecto, el artículo 116 del Reglamento del Registro Mercantil de 1956, y fuera del supuesto especial del aumento autorizado (art. 96 LSA de 1951), permitía a la Junta delegar en el órgano de administración la fijación de la fecha de realización del aumento ya acordado por dicha Junta y la fijación de las demás *condiciones accidentales* de la emisión, sin indicar, no obstante cuáles eran éstas. De este modo, la propia Ley provocaba la necesidad de distinguir por vía interpretativa-decuctiva entre las *condiciones esenciales* no susceptibles de delegación y las referidas *condiciones accidentales*.

<sup>477</sup> Así, con algunas diferencias mínimas de criterio, básicamente se consideraba que constituían elementos inherentes al contenido mínimo y esencial del acuerdo de la Junta General no susceptibles de delegación en los administradores, la cuantía de la ampliación, el valor nominal de las nuevas acciones, los derechos atribuidos a las mismas en relación con las acciones precedentes, y las condiciones en las que habrían de realizarse los dividendos pasivos. Por el contrario, constituían *condiciones de la emisión* susceptibles de delegación, el precio de emisión de las nuevas acciones, la fijación del plazo de suscripción, y la fijación de la forma y lugar en la que han de realizarse las suscripciones y el sitio en el que deben efectuarse los desembolsos (SÁNCHEZ ÁNDREZ, *El derecho de suscripción*, cit., p. 227-230; F. RODRÍGUEZ ARTIGAS, *Consejeros Delegados, Comisiones Ejecutivas y Consejos de Administración*, Madrid, 1971, p. 234-235; GIRÓN, *Derecho de Sociedades Anónimas*, cit., p. 480; GARRIGUES/Olivencia, *Comentario*, II, cit., p. 272 y ss.).



delegación, las constituían, en rigor, las denominadas *condiciones de la emisión*. Si por *condiciones del aumento* había que entender todo aquello que supusiera reforma estatutaria, por *condiciones de la emisión* había que entender todas aquellas circunstancias de la ampliación del capital que no fueran a tener reflejo en los estatutos sociales<sup>478</sup>. Conforme a esta construcción parece claro que, al menos por razón de la terminología empleada, la previsión de la eficacia del aumento en caso de suscripción incompleta podría figurar entre el contenido del acuerdo de aumento, pero también podría ser incluida con posterioridad por los administradores a la hora de fijar los aspectos concretos (las condiciones *accidentales* o *condiciones de la emisión*) por delegación de la Junta que adoptó el acuerdo de aumento.

En la Ley vigente el problema del contenido esencial del acuerdo de aumento y de las facultades decisorias delegables se ha simplificado de manera notable, de modo que ha decaído el argumento sustancial que permitía distinguir entre *condiciones del aumento* como sinónimo del contenido mínimo o esencial del acuerdo, y *condiciones de emisión* como identificadoras de los aspectos del aumento susceptibles de delegación en el órgano de administración. En la actualidad no es dudoso que el contenido mínimo del acuerdo de aumento adoptado por la Junta está integrado únicamente por la cifra del aumento, pudiendo ser objeto de delegación (*delegación para integrar*) la facultad para decidir la fecha de ejecución del acuerdo de aumento ya adoptado, así como la competencia para fijar las condiciones de dicho aumento en todo aquello que no haya sido previsto por el acuerdo de la Junta (art. 153.1 a) LSA)<sup>479</sup>. Así, sobre la

---

<sup>478</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, cit., p. 232.

<sup>479</sup> Vid. ROJO, "El acuerdo de aumento", cit., p. 2346; cfr. con una mínima divergencia, SACRISTÁN REPRESA, "El aumento de capital", cit., p. 276; vid. también, aunque poco claro en sus conclusiones, ÁVILA DE LA TORRE, *La modificación de estatutos*, cit., p. 296-300; apostando, por el contrario, por un contenido *esencial* sensiblemente más amplio, en línea con el Derecho previgente, J. FLAQUER RIUTORT, *El capital autorizado*, Palma de Mallorca, 1995, p. 463. Como es fácil de comprender, el cambio de criterio respecto de la legislación previgente se encuadra en el conjunto de medidas adoptadas por la legislación de sociedades anónimas desde 1989 a los fines de lograr una mayor correspondencia entre esta forma social y la gran empresa. Así, la reducción de ese contenido esencial del acuerdo de aumento cuando éste es adoptado por la

base —por otro lado, evidente— de que la expresión “condiciones de la emisión” sólo tiene sentido cuando el aumento del capital se instrumenta mediante la creación o emisión de nuevas acciones, por tales “condiciones” habrá que entender los datos o circunstancias bajo las que se pretende aumentar el capital y que, específicamente, vayan referidas a las nuevas acciones que integran la emisión. En otras palabras, dentro de las *condiciones del aumento* como conjunto de datos o circunstancias generales que definen una concreta ampliación del capital social (así, constituirían *condiciones del aumento*, entre otras, la cifra de la ampliación, si ésta se efectuará con elevación del valor nominal de las antiguas acciones o con emisión de acciones nuevas, y el contravalor del aumento), las *condiciones de la emisión* son, en particular, los datos que caracterizan a esas nuevas acciones emitidas que serán ofrecidas para su suscripción. En este sentido, las *condiciones de la emisión* tienen un claro componente contractual, ya que están destinadas a formar parte del contenido de la *oferta* de las nuevas acciones que la sociedad dirija a los hipotéticos suscriptores (v. gr. valor nominal, precio de emisión, plazo de suscripción, desembolso total o parcial, criterio de adjudicación)<sup>480</sup>. Por lo que respecta a las competencias interorgánicas, y con la única excepción de la cifra del aumento<sup>481</sup>, tanto las *condiciones del aumento* como las *condiciones de la emisión* propiamente dichas pueden constar en el

---

Junta obedeció a la intención de ampliar el margen de actuación de los administradores —que son los verdaderos artífices de las operaciones de aumento del capital efectuadas por las sociedades en forma de anónimas— cuando éstos no actúan bajo el instituto del aumento autorizado.

<sup>480</sup> A diferencia de la consecuencia de la ineficacia del aumento incompleto, que tiene su origen directamente en la Ley (por ser la consecuencia que se aplica por imperativo legal ante el silencio de la sociedad al respecto), la consecuencia jurídica de la eficacia de la suscripción incompleta tiene un origen directamente contractual, ya que para que dicha eficacia sea posible es preciso que la sociedad introduzca dicha previsión en las condiciones de la emisión de las nuevas acciones. Así, la “cláusula de suscripción incompleta” se une a las demás condiciones sobre las que los destinatarios de la oferta adquirirán las nuevas acciones emitidas.

<sup>481</sup> Probablemente haya que añadir a dicho contenido mínimo del acuerdo no susceptible de delegación en los administradores el contravalor del aumento cuando éste sea no dinerario, ya que en ciertos casos de aumentos especiales (por compensación de créditos y con aportaciones no dinerarias) la Ley exige de manera expresa que antes de la convocatoria de la Junta general que ha de acordar el aumento se ponga a disposición de los socios ciertos documentos informativos sobre el mismo (arts. 155 y 156 LSA), lo que presupone que esta decisión sobre el contravalor no puede ser adoptada por los administradores (así, parece admitirlo, SACRISTÁN REPRESA, “El aumento de capital”, *cit.*, p. 276).

acuerdo de aumento o ser fijadas después por los administradores previa delegación de la Junta en virtud del artículo 153.1 a).

3. Este cambio de criterio que se aprecia en la legislación actual no impide llegar a la misma conclusión que ya anticipábamos sobre la base del Derecho previgente en lo que respecta a la previsión de la suscripción incompleta. En consecuencia, y puesto que el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas —de conformidad con el artículo 28 de la Segunda Directiva— no exige que esta eventual previsión conste de manera necesaria en el acuerdo de aumento sino en las *condiciones de la emisión*, puede concluirse que:

A) La previsión de la eficacia del aumento para la hipótesis de que se produzca una incompleta suscripción puede formar parte del contenido del acuerdo de aumento (con independencia de que éste haya sido adoptado por la Junta general o por los administradores en el caso del aumento del capital autorizado (art. 153.1 b) LSA)<sup>482</sup>, junto con la determinación de todas o de algunas de los demás datos que integran las *condiciones de la emisión*. Para ello no es preciso que esa previsión conste en la propuesta de aumento sometida a la

---

<sup>482</sup> En efecto, la doctrina ha destacado que la delegación de la facultad de aumentar el capital propia de la técnica del aumento autorizado incluye sin necesidad de mención especial en el acuerdo de delegación adoptado por la Junta la facultad de los administradores para prever la eficacia del aumento por ellos acordado en caso de suscripción incompleta (por todos, SACRISTÁN REPRESA, "El aumento del capital", *cit.*, p. 283; MACHADO PLAZAS, "Comentario a los artículos 161 y 162", *cit.*, p. 1708). Por contraste, el Derecho francés, más flexible que en español en otros aspectos de la regulación de la suscripción incompleta, no permite que sean los administradores —ni aún en el caso del aumento autorizado— los que introduzcan la previsión de la eficacia del aumento incompleto, en cuanto que de manera expresa, atribuye exclusivamente dicha competencia a la Junta en el momento de la emisión (*cfr.*: art. L. 225-134 del *Code de Commerce*). A pesar del tenor literal de la Ley, algunos autores consideran que en los casos de delegación por la Junta general en virtud del artículo L. 225-129 del *Code de Commerce* (aumento autorizado), los administradores están facultados para prever la suscripción incompleta incluso aunque esta facultad no aparezca expresamente en el acuerdo de delegación (así, GERRY, "Le régime des augmentations", *cit.*, p. 227; GUYON, "La mise en harmonie du droit français", *cit.*, n° 3067). Otros, por el contrario, consideran que para que los administradores puedan prever la suscripción incompleta cuando acuerdan un aumento del capital a través de la técnica del aumento autorizado es preciso que esta facultad conste de manera expresa en el acuerdo de delegación de la Junta (MESTRE/BLANCHARD-SÉBASTIEN, *Lamy Sociétés Commerciales*, *cit.*, n° 3662).

consideración de la Junta<sup>483</sup>. En efecto, la posibilidad que ofrece Ley de recurrir a la técnica de la "delegación para integrar" el acuerdo adoptado por la Junta no significa que el acuerdo de aumento no pueda ser un acuerdo completo en cuanto a su contenido, en el que se incluyan todos y cada uno de los aspectos de la ampliación, incluidas las condiciones de la emisión.

B) La previsión del aumento incompleto puede figurar también fuera del acuerdo junto con la determinación que hagan los administradores del resto de condiciones no fijadas por dicho acuerdo con base a la "delegación para integrar" procedente de la Junta al amparo del artículo 153.1 a) de la Ley de Sociedades Anónimas<sup>484</sup>. La duda surge únicamente en relación con la necesidad de que la delegación en los administradores de la facultad de incorporar la "cláusula de suscripción incompleta" a las condiciones de emisión deba ser expresa.

Respecto de esta cuestión, es preciso advertir que el artículo 153.1 a) no exige que a la hora de efectuar la delegación para completar el acuerdo de aumento, la Junta General determine de manera concreta todos y cada uno de los extremos que quedan a la decisión de los administradores, de modo que implícitamente se comprende que es válida dicha delegación también cuando la misma se refiera de manera global, según establece literalmente el precepto citado, a "todo lo no previsto en el acuerdo de la junta general"<sup>485</sup>. La Ley permite

---

<sup>483</sup> ROJO, "El acuerdo de aumento", *cit.*, p. 2354; con la misma opinión, SÁNCHEZ GONZÁLEZ, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital social", *cit.*, p. 269.

<sup>484</sup> Así, entre otros, SACRISTÁN REPRESA, "El aumento del capital", *cit.*, p. 283-284; DE LA CUESTA, "El aumento y la reducción", *cit.*, p. 196. En contra únicamente, CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", *cit.*, p. 764, para quien los administradores sólo podrán decidir sobre esta cuestión cuando hayan sido ellos los que acordaron el aumento en los márgenes del capital autorizado.

<sup>485</sup> En aquellos países donde, al lado del instituto del aumento autorizado, no se encuentra reconocida legalmente una técnica similar a la de la delegación para integrar el acuerdo de aumento adoptado por la Junta general, el órgano de administración tiene un margen de actuación muy reducido a la hora de decidir sobre aspectos sustantivos de la operación, de modo que es la propia Junta la única la competente para determinar los distintos aspectos del aumento del capital que excedan de lo que es la estricta ejecución técnica del acuerdo. En general, los administradores sólo podrán determinar aquellos aspectos cuando la Junta efectúe una delegación expresa

que, una vez salvado el contenido mínimo del acuerdo adoptado por la Junta general, la delegación para integrar dicho acuerdo en los administradores sea genérica en cuanto a su contenido. La pregunta es, por lo tanto, si este concreto aspecto debe exceptuarse de esta legítima delegación genérica, es decir, si en los casos en que la Junta general delegue en los administradores la facultad de integrar el acuerdo de aumento ya adoptado es preciso, para que éstos puedan incluir la previsión de la suscripción incompleta, que esta facultad conste de manera expresa en la delegación, o si, por el contrario, puede entenderse implícita dentro del contenido de la misma.

Entre los escasos autores que se han ocupado de esta cuestión, las opiniones no son coincidentes<sup>486</sup>. A la hora de contestar a aquel interrogante, no puede olvidarse que la facultad para prever la eficacia de un eventual aumento incompleto afecta directamente a la cifra del aumento, que, como ya se sabe, es un aspecto que, por virtud del artículo 153.1 a) de la Ley de Sociedades Anónimas, pertenece a la competencia indelegable de la Junta e integra el contenido mínimo del acuerdo. Si los administradores, haciendo uso de la genérica delegación para integrar el acuerdo, introducen la llamada "cláusula de suscripción incompleta" entre las condiciones de la emisión, ocurrirá que, quedando el aumento sin suscribir totalmente, la cifra definitiva del aumento no coincidirá con la cifra que fue acordada por la Junta, siendo, además, que, Según se desprende del tenor literal de la Ley, este instrumento de delegación tiene

---

concretando los extremos que desea dejar en manos de los administradores. Así, en Alemania la doctrina mayoritaria considera que, a excepción de la fijación del plazo de suscripción y del plazo para ejecutar el acuerdo de aumento y practicar la inscripción en el Registro Mercantil (e incluso respecto de éstos, *vid.* la opinión aislada de WIEDEMANN, en *Grosskommentar*, 3ª ed., *cit.*, § 182, marginal 7), la fijación de los demás detalles del aumento sólo podrán ser fijados por los administradores cuando la Junta les haya autorizado para ello en el acuerdo de aumento (*vid.* KIMPLER, *Die Abgrenzung der Zuständigkeiten*, *cit.*, p. 6-45).

<sup>486</sup> Así, mientras que unos se inclinan decididamente por el carácter expreso de la delegación de la facultad de prever la eficacia del aumento incompleto (por ejemplo, GARCÍA LUENGO/SOTO VAZQUEZ, *El nuevo régimen jurídico*, *cit.*, p. 720; DE LA CUESTA, "El aumento y la reducción", *cit.*, p. 196), otros, si bien con alguna reserva, consideran que dicha facultad debe entenderse incluida en la delegación sin necesidad de mención expresa (SACRISTÁN REPRESA, "El aumento del capital", *cit.*, p. 284; también en este sentido, ALONSO ESPINOSA, "Modificación de estatutos", *cit.*, p. 78).

como fin que los administradores completen el acuerdo y señalen la fecha en que ha de llevarse a efecto el aumento *en la cifra acordada* (cfr. art. 153.1 a) LSA). Ello puede hacer pensar *a priori* que la delegación de la facultad de decidir sobre la eficacia o ineficacia del aumento incompleto debe ser, por excepción al resto de aspectos delegables, cuando menos, explícitamente establecida por la Junta en el acuerdo de delegación, a fin de dar legitimidad a la cifra final que resulte de la suscripción.

En nuestra opinión, esta última solución no es, sin embargo, la más idónea teniendo en cuenta los intereses en juego. Sin referirse al órgano competente para decidir sobre la inclusión de la "cláusula de suscripción incompleta", la Ley (art. 161 LSA) sólo se limita a exigir que tal cláusula, en caso de establecerse, conste en las *condiciones de la emisión*. Y éstas, aún siendo competencia propia de la Junta, pueden ser fijadas por los administradores en base una "delegación para integrar" genérica en cuanto a su contenido. Exceptuar de este régimen, sin base legal que lo justifique, el aspecto relativo a la posibilidad de prever la suscripción incompleta, haciendo exigible una referencia explícita al mismo en el acuerdo de delegación, constituye un obstáculo añadido para la eficacia del acuerdo de aumento del capital, puesto que en caso de silencio del acuerdo de delegación, los administradores no podrían prever la suscripción incompleta entre las condiciones de la emisión, con la consecuencia del fracaso total del aumento si esa circunstancia llegara a producirse<sup>487</sup>.

---

<sup>487</sup> No nos parece concluyente, por excesivamente formal, el argumento de que en ejercicio de la "delegación para integrar" establecida en el artículo 153.1 a) los administradores sólo pueden proceder a completar el acuerdo y a ejecutarlo *en la cifra acordada* por la Junta, de modo que si ésta no previó, o delegó expresamente, la posibilidad de prever que dicha cifra acordada pueda resultar inferior por causa de suscripción incompleta, los administradores no están legitimados para introducir después dicha previsión. Ciertamente, no creemos que exista una conexión deliberada entre la cuestión de la suscripción incompleta regulada en el artículo 161 y la expresión *en la cifra acordada* presente en el artículo 153.1 a), sino que ésta es empleada para establecer la diferencia con la delegación que constituye el aumento autorizado también regulado en el artículo 153.1 (letra b), y que permite a los administradores adoptar el propio acuerdo de aumento y decidir la cifra de la ampliación. Por otro lado, tampoco creemos que la defensa de la legalidad de la delegación tácita en materia de previsión de la suscripción incompleta suponga legitimar una invasión por parte del órgano de administración de competencias propias de la Junta. Es verdad que siendo la fijación de la cifra del aumento una competencia propia e indelegable de la Junta cuando ésta utiliza el instrumento de la "delegación para integrar" al amparo del artículo 153.1 a), los administradores

C) Tanto si figura entre el contenido del acuerdo de aumento como si se incluye entre las condiciones de la emisión establecidas con posterioridad por los administradores, la eventual previsión de la eficacia de aumento en caso de suscripción incompleta debe hacerse pública para conocimiento de los destinatarios de las nuevas acciones junto con el resto de las condiciones en las que se basa la oferta. Aunque la norma sobre suscripción incompleta nada precisa, esta exigencia está implícita en el hecho de que la Ley —siguiendo el criterio de la Segunda Directiva— haya optado por las *condiciones de la emisión*, y no por el mero acuerdo de aumento, como lugar en el que, en su caso, debe incluirse la previsión. No hay que olvidar al respecto que el más claro principio inspirador de la necesidad de que la eficacia del aumento incompleto sea prevista expresamente antes de la apertura del plazo de suscripción es el de procurar a los futuros suscriptores el conocimiento anticipado de las consecuencias que sobre la suscripción efectuada tendrá el hecho de que el aumento no resulte íntegramente cubierto<sup>488</sup>. Así, y a los fines de garantizar dicho conocimiento, no

---

podrían ejercer cierta influencia sobre la cifra del aumento si se deja a su criterio (sin una específica delegación) la decisión de prever de la eficacia del aumento en caso de suscripción incompleta. Pero, a nuestro juicio, esta influencia no es suficiente para dar lugar una invasión competencial, ya que, en este caso, la cifra concreta y definitiva del aumento por referencia a la acordada por la Junta no dependerá de la voluntad de los administradores, sino del elemento aleatorio del volumen efectivo de suscripciones que se realicen.

<sup>488</sup> Quizá haya sido ésta la razón de que en las sociedades de responsabilidad limitada el legislador haya considerado suficiente para el adecuado conocimiento de los interesados que la previsión del "desembolso incompleto" (en este caso, en el sentido de optar por la ineficacia del aumento) conste en el *acuerdo de aumento*. Obviamente, en el ámbito de la sociedad limitada no hubiera podido exigirse que la previsión constara en las "condiciones de la emisión", por la sencilla razón de que, en rigor, no existe "emisión" de participaciones sociales. Pero al margen de este argumento formal, el hecho de que respecto de la sociedad limitada baste con que la previsión conste en el acuerdo de aumento (que debe ser adoptado necesariamente por la Junta General de socios ante la inexistencia para esta forma social de un instrumento similar al aumento autorizado en la sociedad anónima) es coherente con el carácter cerrado de esta forma social. Conforme al tipo abierto de la sociedad anónima (que es el tipo de referencia del legislador en la elaboración de la norma "madre" de la suscripción incompleta del aumento) los destinatarios de las nuevas acciones serán muchas veces personas (socios o terceros) que no participaron en la adopción del acuerdo de aumento, bien porque no asistieron a la Junta (por ejemplo, el pequeño accionista), o bien porque el propio acuerdo de aumento fue adoptado por los administradores. Por esta razón es lógico pensar que si lo que se pretende es que los destinatarios de las acciones puedan conocer las consecuencias que tendrá una eventual suscripción incompleta sobre el mantenimiento de su contrato de suscripción la mera inclusión de este régimen en el contenido del acuerdo de aumento no sea por sí sola suficiente para lograr ese objetivo. En cambio, el carácter esencialmente cerrado

hubiera estado de más que la Ley hubiera establecido de manera expresa la obligación de dar publicidad a la "cláusula de suscripción incompleta" en caso de preverse por la sociedad, incluyéndola entre las indicaciones que integran el contenido mínimo obligatorio del "boletín de suscripción" (art. 160 LSA)<sup>489</sup>. Con todo, esta omisión se encuentra parcialmente subsanada por la normativa específica que regula las emisiones con oferta pública de suscripción: en cualquier caso, en el preceptivo folleto informativo registrado ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores y puesto a disposición del público debe hacerse mención de las consecuencias que tendrá una eventual suscripción incompleta del aumento sobre la eficacia de la operación (Anexo A, Capítulo II.13.1 de la O.M. de 12 de julio de 1993)<sup>490</sup>.

D) En fin, como excepción a lo que, según se ha indicado, puede

---

de la forma social de la sociedad de responsabilidad limitada y el número más reducido de socios (unido a la ausencia de la técnica del aumento autorizado), por un lado, permite prever que todos los socios habrán participado en la adopción de dicho acuerdo (o, al menos habrán tenido ocasión de conocer su contenido), y, por otro, determina que los destinatarios "naturales" de las nuevas participaciones sean, a su vez, los propios socios, por lo que puede bastar la inclusión de la previsión del aumento incompleto en el acuerdo de aumento a fin de hacer posible el conocimiento de la misma por los interesados. No obstante, no hubiera estado de más que la Ley hubiera previsto la inclusión de tal previsión entre el contenido de la oferta de asunción que vaya a ser publicada en el Boletín Oficial del Registro Mercantil o que sea comunicada a los socios (art. 75.2 LSRL).

<sup>489</sup> En este sentido, puede servir de ejemplo lo establecido por el Derecho portugués, que aunque determina que la eventual "cláusula de suscripción incompleta" ha de preverse, en su caso, en el propio *acuerdo de aumento* (no, por tanto, en otro acuerdo *ad hoc* adoptado por la Junta o por los administradores, *vid.* VENTURA, *Alterações do contrato de sociedade*, *cit.*, p. 173), exige, además, que la comunicación que se haga a los suscriptores del plazo y demás condiciones de suscripción indique el régimen elegido por la sociedad emisora para el caso de una suscripción incompleta (art. 457.2 en relación con el art. 459.1 del Código de Sociedades Comerciales). También en Francia, sobre la base del silencio legal, los autores vienen exigiendo que la eventual previsión de la suscripción incompleta establecida en el acuerdo de aumento se incluya, a su vez, en el "boletín de suscripción" (así, por ejemplo, VV.AA., *Mémento pratique Francis Lefebvre*, *cit.*, nº 2075; MESTRE/BLANCHARD-SÉBASTIEN, *Lamy Sociétés commerciales*, *cit.*, nº 3661).

<sup>490</sup> La Orden Ministerial de 12 de julio de 1993, que, como es sabido, establece, entre otros, el modelo de folleto para las emisiones de renta variable, establece que en el folleto, y entre las menciones relativas a la terminación del proceso, debe incluirse "(U)na transcripción literal de la previsión acordada para el caso de que el aumento de capital no se suscriba íntegramente dentro del plazo fijado para ello, en el sentido de que dicho aumento quedará reducido a las suscripciones efectivamente producidas. A falta de tal previsión, expresión de que, conforme al artículo 161.2 del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, el acuerdo de aumento del capital quedará sin efecto por suscripción incompleta de las acciones emitidas..." (Capítulo II.13.1 del Anexo A).



considerarse el régimen general, la previsión de la suscripción incompleta deberá figurar necesariamente en el propio *acuerdo de aumento* a fin de hacer posible la inscripción de este acuerdo en el Registro Mercantil antes de la ejecución del mismo (inscripción anticipada del acuerdo de aumento en virtud del artículo 162.2 de la Ley de Sociedades Anónimas). Entre los requisitos para poder efectuar esta inscripción anticipada la Ley exige que se haya previsto expresamente la eficacia del aumento en caso de suscripción incompleta, puntualizando que tal previsión ha de constar en el acuerdo de aumento. Así pues, *a estos efectos*, es decir, en lo que se refiere a la posibilidad de inscribir en el Registro Mercantil el acuerdo de aumento todavía no ejecutado, no parece suficiente con que dicho acuerdo faculte, expresa o tácitamente, a los administradores para incluir dicha previsión en un momento ulterior al fijar las condiciones de emisión<sup>491</sup>.

Puede llegar a pensarse que la razón de exigir la previsión de la eficacia del eventual aumento incompleto para poder inscribir en el Registro Mercantil del acuerdo de aumento antes de su ejecución se debe al deseo de evitar que los actos sometidos a un hecho incierto que condiciona de manera suspensiva sus efectos —situación ésta a la que, como ya se ha indicado, se asimila el acuerdo de aumento cuando no se previó la suscripción incompleta— puedan acceder al Registro. En esta línea de pensamiento puede recordarse que la Ley impide también que el acuerdo de reducción del capital adoptado en el marco de una "operación acordeón" (supuesto típico de acuerdo social cuyos efectos están condicionados suspensivamente *ex lege* a la ejecución del correspondiente acuerdo de aumento) pueda ser inscrito en el Registro Mercantil a no ser que simultáneamente se presente a inscripción el aumento del capital ya ejecutado (*cfr.* art. 169.2º y 3º LSA)<sup>492</sup>. Pero más

---

<sup>491</sup> Ciertamente, el tenor literal del artículo 162.2 de la Ley de Sociedades Anónimas incita a pensar que el acuerdo de aumento en el que no consta la previsión expresa de la suscripción incompleta no podrá ser objeto de inscripción anticipada en el Registro Mercantil, aunque esta misma previsión figure entre las condiciones de la emisión fijadas después por los administradores en virtud de la delegación de la Junta. Con todo, cabe preguntarse si no sería posible la inscripción del acuerdo en el momento en que los administradores acuerden las condiciones de emisión incluyendo la referencia a la suscripción incompleta. Contra ello no debería haber inconveniente siempre que junto con la escritura que documenta el acuerdo, los administradores presenten en el Registro documento fehaciente en el que se acredite este último extremo.

<sup>492</sup> No obstante, entre la doctrina civil, la opinión mayoritaria es favorable al acceso al Registro de la Propiedad de los negocios de disposición con eficacia jurídico-real sometidos a condición suspensiva (*vid.* ARIJA SOUTULLO, *Los efectos de las obligaciones*, cit., p. 30 y ss., así como la bibliografía allí citada; también, F. BLASCO GASCÓ, *Cumplimiento del contrato y condición suspensiva*, Valencia, 1991, p. 135 y ss.), posibilidad que, por lo demás, legitiman de manera

allá de esta posible justificación, la verdadera razón de fondo se encuentra relacionada con el motivo que inspiró la introducción del principio excepcional de la doble inscripción por la Ley 37/1998 de 16 de noviembre, y que no es otro que la aceleración del proceso para la salida a Bolsa de las nuevas acciones emitidas<sup>493</sup>. Ciertamente, estas operaciones de aumento del capital realizadas por sociedades cotizadas se compaginan mal con la situación de incertidumbre respecto del buen fin de la operación que se generaría por falta de previsión de la suscripción incompleta<sup>494</sup>.

### 3. La constatación de la cifra efectiva del aumento del capital y la modificación de la redacción de los Estatutos sociales

La previsión de la suscripción incompleta en las condiciones de la emisión permite, en fin, que, una vez cerrado el plazo de suscripción y cualquiera que haya sido el número de acciones suscritas, el acuerdo de aumento del capital pueda considerarse ejecutado de forma válida. La sociedad debe adecuar entonces, simplemente, la cifra del aumento acordada a la cifra efectiva resultante de la suscripción y modificar, conforme a esta última, la redacción de la cláusula estatutaria relativa al capital social (así como las demás menciones de los Estatutos sociales afectadas por la ampliación del capital) con vistas a la documentación de la operación de aumento que deberá ser presentada a inscripción en el Registro Mercantil (*vid.* arts. 165 y 169 RRM).

---

expresa los artículos 9.2 y 23 de la Ley Hipotecaria y el artículo 51.6 del Reglamento Hipotecario. En materia mercantil, existen también pronunciamientos en favor de permitir la inscripción en el Registro Mercantil de una sociedad anónima constituida bajo condición suspensiva pendiente aún la condición (R. BLANQUER UBEROS, "La inscripción de la sociedad anónima constituida bajo condición suspensiva, ¿es posible, pendiente la condición?", en *Estudios jurídicos en Homenaje al Profesor Federico de Castro*, I, Madrid, 1976, p. 211 y ss.). Lo mismo se ha defendido en relación con la posibilidad de que acuerdos sociales de modificación de estatutos sometidos a condición suspensiva accedan al Registro Mercantil (así, bajo ciertas condiciones tendentes a la protección de socios y terceros, ÁVILA DE LA TORRE, *La modificación de estatutos*, cit., p. 420-422). En relación con el aumento del capital se ha sostenido que la operación de aumento de eficacia condicionada o aplazada puede ser inscrita en el Registro Mercantil (así, SÁNCHEZ GONZÁLEZ, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital social", cit., p. 280). No hay que olvidar al respecto la remisión que el artículo 80 del Reglamento del Registro Mercantil realiza al Reglamento Hipotecario como régimen supletorio (en todo lo no previsto en el Título I del Reglamento del Registro Mercantil y en la medida en que resulte compatible), cuyo artículo 51.6 legitima expresamente el acceso al Registro de la Propiedad de actos condicionados.

<sup>493</sup> *Vid. infra* Capítulo 6º, III, 2.1.

<sup>494</sup> *Vid.* SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad anónima modelo 1998*, cit., p. 155.

La competencia para efectuar la adecuación de la cuantía del aumento a la cantidad suscrita y dar nueva redacción a los Estatutos sociales corresponde, en cualquier caso, a los administradores de la sociedad sin necesidad de nueva intervención de la Junta, debido a que esta actuación constituye un *mero acto formal de constatación documental de la ejecución del acuerdo* que no implica margen alguno de discrecionalidad ni de ejercicio de competencias decisorias. A nuestro juicio, en la medida en que la alteración del texto de los Estatutos conforme al resultado que arroje la ejecución del aumento no comporta ejercicio de facultad decisoria alguna, debe reconocerse que los administradores tienen esta competencia, no sólo (como parece deducirse del artículo 153.2 de la Ley de Sociedades Anónimas) en los casos de delegación de facultades (delegación para acordar el aumento en los límites del capital autorizado y delegación para integrar el acuerdo ya adoptado por la Junta), sino también cuando la Junta general acordó el aumento del capital sin efectuar delegación alguna en los administradores<sup>495</sup>. Sería en extremo inconveniente exigir, en los casos en los que

---

<sup>495</sup> En efecto, después de regular las clases de delegación de facultades admisibles en materia de aumento del capital, el artículo 153.2 establece que "*Por el hecho de la delegación los administradores quedan facultados para dar nueva redacción al artículo de los estatutos sociales relativo al capital social, una vez acordado y ejecutado el aumento*". El tenor literal de este precepto induce a pensar que en los casos en los que no haya existido delegación de facultades (esto es, cuando la Junta haya adoptado un acuerdo de aumento completo en todo su contenido, de modo que los administradores se han limitado a ejecutar dicho acuerdo), la Junta debe reunirse nuevamente tras la ejecución del aumento a fin de constatar este hecho y autorizar la nueva redacción de los Estatutos sociales. Consciente de ese problema, siquiera menor, nuestra doctrina ha sostenido que "lo más lógico hubiera sido conceder a los administradores esta facultad con carácter general, en lugar de anudarla, como hace el texto de la ley, al "hecho de la delegación" (CABANAS, TREJO, "La suscripción incompleta", *cit.*, p. 770, nota 81; en el mismo sentido, IGLESIAS PRADA/BELTRÁN SÁNCHEZ, "A propósito de la propuesta y del informe justificativo", *cit.*, p. 2264, nota 40, quienes consideran que la labor de simple acomodación del contenido de los Estatutos a los datos resultantes de la ejecución del acuerdo de la Junta es competencia propia de los administradores, por lo que no hubiera sido necesario que la Ley les faculte expresamente para este cometido). Incluso en relación con la sociedad de responsabilidad limitada —donde ni tan siquiera existe una disposición legal expresa análoga al artículo 153.2 de la Ley de Sociedades Anónimas que habilite a los administradores para dar nueva redacción a los estatutos en lo relativo a la cifra del capital tras el aumento— se ha indicado que "si el aumento incompleto es eficaz, es obvio que los administradores están autorizados para dar la redacción que corresponda a los artículos de los Estatutos para adecuarlos a la cifra del capital social resultante del aumento" (BERCOVITZ, "Modificación del capital social", *cit.*, p. 492); en el mismo sentido, SÁNCHEZ GONZÁLEZ, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital social", *cit.* p. 268 y p. 278).

no exista tal delegación que la Junta volviera a reunirse a los solos efectos de constatar el resultado de la suscripción y la ejecución del aumento y habilitar a los administradores para adaptar la redacción de los Estatutos sociales a este resultado. Así, si todavía se considera necesaria una habilitación legal expresa a los administradores para llevar a cabo este cometido, es de desear que se hubiera generalizado para todo supuesto de aumento del capital (con delegación o sin delegación de facultades) la solución incorporada al artículo 162.2 *in fine* del citado texto legal (que parece ser aplicable sólo a los casos en que se cumplen las condiciones para la inscripción anticipada del acuerdo de aumento en el Registro Mercantil), y que determina que, una vez ejecutado el acuerdo, los administradores deberán dar nueva redacción a los estatutos sociales a fin de adaptarlos a la nueva cifra del capital social, *a cuyo efecto se entenderán facultados por el acuerdo de aumento*<sup>496</sup>.

---

<sup>496</sup> Frente a posiciones más rígidas sostenidas en el pasado (que exigían la reunión de una segunda Junta general tras la ejecución del aumento a los fines de constatar este hecho y autorizar a los administradores a realizar la correspondiente adaptación o alteración formal en el contenido de los Estatutos), en el panorama comparado se estima recientemente que no es necesaria una expresa delegación en los administradores por parte de la Junta para que éstos realicen la correspondiente alteración formal de los Estatutos cuando se trata simplemente de adaptar la redacción de los Estatutos al hecho sustantivo ya producido de la ampliación del capital, ya que esta actuación tiene una naturaleza claramente formal que no implica margen alguno de actividad decisoria. Así, conforme al Derecho suízo, y en un intento de aligerar las formalidades del proceso de ampliación del capital, se considera que el *Feststellungsbeschluss* (exigido por el artículo 652 g OR) puede ser adoptado por los propios administradores sin necesidad de una autorización expresa (FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, *Schweizerisches Aktienrecht*, cit., § 52 marginales 164-177). En Italia, ésta es también la opinión sostenida por parte de la doctrina reciente, *vid.* GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale*, cit., p. 335-337; no obstante, por ejemplo, CAROTA, "La revoca", cit., p. 861. En la doctrina alemana, en el mismo sentido, A. CAHN, "Die Anpassung der Satzung der Aktiengesellschaft an Kapitalerhöhungen", AG, 2001, n° 4, p. 181-185.

## **CAPÍTULO CUARTO**

### **AUTONOMÍA DE LA VOLUNTAD Y DISCIPLINA DE LA SUSCRIPCIÓN INCOMPLETA DEL AUMENTO DEL CAPITAL**

## I. PRELIMINAR: EL ARTÍCULO 161 DE LA LEY DE SOCIEDADES ANÓNIMAS, ¿NORMA IMPERATIVA O DISPOSITIVA?

En el capítulo anterior han sido analizadas las consecuencias jurídicas de la suscripción incompleta del aumento tal y como vienen determinadas por el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas. En el que ahora se inicia se pretende definir los márgenes que delimitan el juego de la autonomía de la voluntad en esta materia, esto es, las posibilidades de actuación que, no obstante el tenor literal de la norma, cabe reconocer a la sociedad para derogar o alterar a su favor el régimen legalmente establecido en relación con tales consecuencias.

A simple vista podría afirmarse que el artículo 161, al igual que el precepto paralelo en el ámbito de las sociedades de responsabilidad limitada (art. 77 LSRL), ha sido configurado por el legislador como un precepto de derecho dispositivo. Esta afirmación encontraría fundamento en el hecho de que la propia norma concede a la sociedad la posibilidad de soslayar la aplicación de la consecuencia jurídica establecida a modo de regla general (la ineficacia del acuerdo de aumento) mediante el cumplimiento de ciertos requisitos (la previsión expresa de la eficacia del aumento en las condiciones de emisión)<sup>497</sup>. Sin embargo, a nuestro modo de ver, el que la Ley atribuya a la sociedad la posibilidad de evitar aquella consecuencia cuando concurran las referidas condiciones no es suficiente para afirmar que la norma es de naturaleza dispositiva. Como es bien sabido, el carácter dispositivo de una norma reside en el hecho de que los particulares se encuentran legitimados para alterar, eliminar o sustituir a su voluntad el contenido normativo, sustrayéndose, así, a la aplicación de los efectos que la norma designa en favor de otros que las propias partes establecen. En cambio, el precepto que analizamos se encarga de establecer, simplemente, una opción entre dos soluciones normativas (la solución "general" y

---

<sup>497</sup> Así, por ejemplo, SÁNCHEZ ANDRÉS ("Aumento y reducción", *cit.*, p. 378) calificó el artículo 98 del Anteproyecto de Reforma Parcial y de Adaptación, que sin modificaciones ha pasado a ser el actual párrafo primero del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas como una *norma dispositiva*; también, respecto del artículo 77 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada, C. ALONSO LEDESMA, "Ampliación del capital. Derecho de ascensión preferente de nuevas participaciones, *RdS*, 1994, nº extraordinario, p. 493.

la solución "excepcional") que la sociedad puede ejercitar si cumple determinadas condiciones previstas en la propia norma con un carácter marcadamente restrictivo (advuértase el empleo de las expresiones "sólo si" y "expresamente"). El artículo 161.1 de la Ley de Sociedades Anónimas únicamente permite que la sociedad pueda descartar la aplicación de una consecuencia jurídica prevista en la misma con carácter preferente en favor de otra consecuencia jurídica que la propia norma también prevé, siempre y cuando la sociedad cumpla con determinados requisitos que, de igual modo, el precepto se encarga de detallar. El solo hecho de que las partes puedan o no hacer uso de esa opción que el precepto les otorga no permite deducir, sin más, que puedan disponer de esa norma o establecer para el caso concreto una regulación o una solución diferente de las legalmente previstas. En otras palabras, la que la norma establezca un "modelo típico disponible"<sup>498</sup>, no la convierte, por esa mera razón, en una *norma dispositiva*.

Estas consideraciones conducen a entender que el citado artículo 161 reviste un carácter imperativo<sup>499</sup> o, al menos, que su dispositividad es limitada. No hay que olvidar al respecto que la norma se inserta dentro de un régimen jurídico del que se destaca una naturaleza preferentemente imperativa, que, salvo excepciones, no permite a la sociedad separarse de su contenido. En materia societaria y, en especial, en el ámbito de la sociedad anónima, la regla de la imperatividad del régimen legal suele exceptuarse con carácter expreso en cada caso mediante la inclusión de cláusulas de salvedad que utilizan expresiones tales como "salvo que los socios pacten otra cosa" o "salvo que los Estatutos dispongan otra cosa". Sin embargo, a poco que se observe no es difícil advertir que ni una expresión semejante está presente en la norma que tratamos, ni de los términos en que está redactada cabe razonablemente deducir que la sociedad

---

<sup>498</sup> GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale*, cit., p. 280.

<sup>499</sup> Destacando el carácter imperativo con que la norma aparece formulada, ROJO, voz "Aumento del capital social", cit., p. 664. Con todo, se trataría de una norma imperativa de carácter simplemente preceptivo y no prohibitivo, en la medida en que se dedica a ordenar de manera positiva una consecuencia jurídica, pero no prohíbe la realización de una determinada conducta.

se encuentre habilitada para derogar según su libre arbitrio el contenido de la misma, habida cuenta, además, de que esta norma constituye una transposición de un precepto comunitario (art. 28 de la Segunda Directiva)<sup>500</sup>. Con todo, es preciso determinar si, frente al tenor literal de la norma, cabe todavía reconocer a la sociedad alguna posibilidad más de actuación ante la falta de la íntegra suscripción del aumento. En esta tarea resulta imprescindible averiguar cuál es el interés o intereses que la norma protege, esto es, la *ratio legis* de la norma desde la perspectiva de los intereses potencialmente en conflicto. La determinación de los intereses presuntamente tutelados es importante desde el momento en que, en principio, debe ser rechazada cualquier interpretación elimine o disminuya el grado de protección que la norma les otorga<sup>501</sup>.

---

<sup>500</sup> Es de sobra conocido que el régimen legal de la forma social de la anónima suele considerarse como un régimen preferentemente imperativo (*vid.*, por ejemplo, J.M. EMBID IRUJO/F. MARTÍNEZ SANZ, "Libertad de configuración estatutaria en el Derecho español de sociedades de capital", *RdS*, 1996, nº 7, p. 11 y ss.; TRÍAS SAGNIER, "El sistema de protección del accionista inversor", *cit.*, p. 206) fruto de la perspectiva institucional que, junto a la perspectiva puramente contractual, confluye en este tipo social (*vid.* con espíritu crítico, C. PAZ-ARES, "¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de sociedades?", en C. Paz-Ares (coord.), *Tratando de la sociedad limitada*, Madrid, 1997, p. 163 y ss.). Ello no significa, empero, que toda norma presente en la Ley de Sociedades Anónimas que no contenga una cláusula de salvedad deba declararse ineludiblemente como de *ius cogens*, habida cuenta de que en el Derecho español no existe un precepto semejante al § 23.5 AktG alemana, que establece el denominado *Prinzip der formellen Satzungsstrenge*. En el Derecho alemán este precepto limita en la autonomía privada hasta el punto de permitir la derogación del régimen legal que disciplina la sociedad anónima sólo allí donde expresamente se establece (*vid.* A. ROJO, "La sociedad anónima como problema", *cit.*, p. 82). Así, conforme al Derecho español de sociedades anónimas, en muchos casos el intérprete debe realizar una delicada tarea para llegar a esclarecer el carácter de una determinada norma, tarea en la que aquél deberá tener en cuenta, fundamentalmente, el interés protegido por dicha norma (*vid.* estas y otras consideraciones al respecto en A. ROJO, "La facultad de cooptación del Consejo de administración", *RDM*, nº 189-190, 1988, p. 393; F. MARTÍNEZ SANZ, *Provisión de vacantes en el Consejo de Administración de la Sociedad Anónima (La cooptación)*, Pamplona, 1994, p. 413-414). No obstante, la naturaleza preferentemente imperativa del régimen de las sociedades anónimas lleva a pensar que en la duda sobre el carácter de algún concreto precepto habrá que optar por otorgarle carácter imperativo.

<sup>501</sup> La determinación de la *ratio* de la norma sobre suscripción incompleta del aumento del capital es necesaria a los efectos de la posterior interpretación del sentido literal del precepto. La finalidad perseguida por éste se convierte, así, en la luz que debe guiar cualquier interpretación correctora de la disposición normativa, debiéndose rechazar, en principio, cualquier interpretación —extensiva o restrictiva— que contrarie aquella finalidad.



## II. VALORACIÓN NORMATIVA DEL CONFLICTO DE INTERESES DERIVADO DE LA SUSCRIPCIÓN INCOMPLETA DEL AUMENTO DEL CAPITAL

1. En el capítulo precedente ha tratado de explicarse el sentido de la norma sobre la suscripción incompleta del aumento desde la perspectiva de la dialéctica entre la ineficacia total y la ineficacia parcial del negocio jurídico que subyace en esta concreta operación societaria. En íntima conexión con esta tarea, se encuentra aquella otra que tiene como fin encontrar la racionalidad o *ratio legis* de esa norma desde el punto de vista de los intereses subjetivos presentes en la operación de aumento del capital. Esta labor se reduce, básicamente, a dilucidar cuál ha sido el espíritu o finalidad que se esconde tras el tenor literal del mandato legal y que ha guiado la redacción de la norma a la vista de los distintos intereses en conflicto<sup>502</sup>.

2. Resulta obvio que la búsqueda de la *ratio* de la norma desde la perspectiva señalada supone partir de la presunción de que en las operaciones de ampliación del capital social, y, en concreto, respecto del evento de una suscripción incompleta, existe un conjunto de intereses distintos que se hallan o pueden hallarse en conflicto, de modo que la norma no hace sino reflejar el resultado de la valoración de esos distintos intereses enfrentados, esto es, la decisión sobre la medida en que cada uno de ellos debe ser tutelado. En nuestra opinión, la letra del precepto sobre suscripción incompleta, los antecedentes del mismo en el marco del Derecho comparado y su encuadramiento dentro de un sistema que se supone coherente y armónico permiten al intérprete ensayar una teoría que identifique el interés o intereses preferentemente protegidos<sup>503</sup>. Estos intereses que se proyectan sobre el procedimiento de aumento de capital y que,

---

<sup>502</sup> Vid., LARENZ, *Metodología de la Ciencia del Derecho*, cit., p. 331 y ss.; LACRUZ BERDEJO, *Elementos de Derecho civil*, I, vol.1º., cit., p. 274.

<sup>503</sup> La interpretación finalista o teleológica constituye una de las herramientas clásicas del intérprete y se encuentra recogida entre los criterios hermenéuticos del artículo 3.1º del Código Civil. No obstante, vid. DE CASTRO (*Derecho civil de España*, Madrid, 1984, p. 469), en el sentido de que la búsqueda del fin o motivo de la Ley "no es, en realidad, un medio o elemento de la interpretación: es el único objeto que la interpretación persigue y a cuya consecución han de coadyuvar los verdaderos medios de interpretación".

hipotéticamente, pueden entrar en conflicto si éste no se suscribe por completo se reconducen, básicamente, al interés de la propia sociedad que decide aumentar su capital, por un lado, y al interés de los suscriptores de las nuevas acciones, por otro.

A la hora de examinar de qué manera la solución presente en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas afecta a estos distintos intereses es preciso recordar que la solución acogida en el mismo no es, sin embargo, fruto de la libre voluntad del legislador español ni constituye una simple opción de política legislativa. Como es bien sabido, el legislador español no gozaba de libertad en el momento de diseñar la solución al problema de la falta de íntegra suscripción de la cifra del aumento con relación a las sociedades anónimas. Por el contrario, la existencia de un precepto sobre la materia en el seno del Derecho comunitario (artículo 28 de la Segunda Directiva) otorgaba a los Estados miembros un margen muy estrecho de actuación en este terreno, impidiendo que los legisladores internos pudieran optar por establecer la solución a su juicio más conveniente en función de los distintos intereses en juego<sup>504</sup>. Esta es la razón por la que, en relación con esta cuestión, cualquier interpretación de la normativa nacional debe ser realizada teniendo en cuenta las pretensiones del legislador comunitario<sup>505</sup>.

---

<sup>504</sup> Por esta razón, dado el carácter de norma "debida" que presenta el artículo 161 respecto del Derecho comunitario, la determinación legal de dicha presunción no ha sido el resultado, probablemente, de una auténtica valoración de intereses por parte del legislador español. En cambio, sí parece haberlo sido en relación con las sociedades de responsabilidad limitada, ya que, como se sabe, la autonomía respecto de la solución comunitaria (pues el contenido de la Segunda Directiva no resulta obligatorio para esta última forma social) ha llevado a establecer una solución inversa: en el artículo 77 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada el legislador español ha optado por presumir —también con carácter *iuris tantum*— que a pesar de que la sociedad decide elevar su capital social en una determinada cifra, una cifra menor es también apta para cumplir con los fines o propósitos prácticos de la operación y que, consecuentemente, la voluntad social concurre también en un aumento del capital parcial o incompleto.

<sup>505</sup> La interpretación del Derecho interno a la luz de la letra y finalidad de las Directivas, cuando la norma que se interpreta es la transposición de una norma comunitaria, es un criterio presente repetidamente en la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas. *Vid.* sobre el alcance y fundamento de este criterio, J.A. GARCÍA-CRUCES, "Jurisprudencia del TJCE en materia de sociedades", en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil (Homenaje a Evelio Verdura y Tuells)*, II, Madrid, 1994, p. 965 y ss.

Según se ha indicado anteriormente, el artículo 161 incorpora el binomio "regla general-excepción" contenido en el artículo 28 de la Segunda Directiva, condicionando el juego de la excepción al cumplimiento de determinados requisitos. Más exactamente, el precepto mencionado atribuye al aumento del capital un carácter *inescindible*, salvo que la sociedad, en las condiciones de emisión, haya optado expresamente por la *escindibilidad*. Tanto la adopción de la regla general de la *inescindibilidad* de la operación de aumento del capital, por un lado, la posibilidad que se concede a la sociedad para desvirtuar esa regla en favor de la *escindibilidad* del aumento, por otro, como, en fin, el hecho de que esta *escindibilidad* deba haber sido prevista anticipadamente y de forma expresa, no carecen de significado en relación con los intereses presentes en la operación.

#### **1. Intereses tutelados por la regla general de la ineficacia del aumento del capital no suscrito íntegramente**

En cuanto al establecimiento de la *inescindibilidad* del aumento como regla general, entre la literatura existente sobre la materia ha sido posible encontrar opiniones que ven en la regla general de la ineficacia total del aumento no íntegramente un deseo de tutelar de manera preferente el interés que la sociedad tiene en la obtención de la cifra íntegra por la que acordó el aumento del capital. Se entiende en este sentido que cuando la Junta general —o el órgano de administración en el marco del capital autorizado— acuerdan que el capital se aumente en una determinada cifra y no en otra es porque la misma representa la cuantía necesaria para alcanzar el objetivo perseguido por la ampliación, de lo que debe deducirse que la intención del órgano que acuerda el aumento es que éste se lleve a cabo en aquella cuantía y no en una cuantía inferior. Se parte, así, de la presunción de que, en la generalidad de los casos, la sociedad preferirá dejar sin efecto un aumento del capital suscrito sólo en parte que mantener su eficacia en una cifra inferior a la acordada<sup>506</sup>. Por el contrario, según entienden

---

<sup>506</sup> Así, CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", *cit.* p. 731; DE LA CÁMARA, *El capital social*, *cit.*, p. 305 y 308. La alusión al interés de la sociedad en la obtención de la cifra íntegra del aumento y, al contrario, su falta de interés —por lo general— en dar ejecución a un aumento suscrito sólo en parte fue uno de los argumentos utilizados por los autores que

algunos autores, los suscriptores no tienen por lo general interés en que la cuantía por la que se acordó la ampliación se consiga en su totalidad, sino que su interés se concreta en el mantenimiento de su particular negocio de suscripción, interés que no sólo se satisface cuando el aumento es suscrito por completo, sino también en los casos de suscripción incompleta cuando el aumento queda eficaz en los márgenes de la cuantía suscrita<sup>507</sup>. Partiendo de estas premisas podría defenderse, en efecto, que la solución en favor de la *inescindibilidad* del aumento antepone la tutela del interés social al de los suscriptores considerados individualmente<sup>508</sup>.

Sin embargo, en nuestra opinión, no está clara la certeza de estas dos premisas. Con relación a los suscriptores, los mismos autores que defienden la falta de interés del suscriptor en la suscripción total de la emisión, relativizan esta afirmación al reconocer la existencia de casos en los que éste ha podido hacer depender su decisión de participar en la operación de la obtención de la cifra íntegra de capital<sup>509</sup>. A fin de no caer en la casuística, que dependerá en gran

---

defendieron la llamada "tesis de la *inescindibilità*" en el marco del Derecho italiano anterior a la incorporación de la Segunda Directiva (*vid. supra* Capítulo 1º, III, 2.2.1.1., B), y ha sido utilizado también por la doctrina italiana en el intento de explicar la regla de la *inescindibilidad* incorporada tras la incorporación de la mencionada Directiva al artículo 2439 II del *Codice civile* (así, por lo que parece, MARCHETTI, "Commento all'art 20 II", *cit.*, p. 173; A. RUGGIERO, "Operatività delle nuove norme in materia di aumento di capitale", *cit.*, p. 368).

<sup>507</sup> CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", *cit.*, p. 731 y 772; MACHADO PLAZAS/MERCADAL VIDAL, "Modificación de Estatutos. Aumento y reducción del capital social", *cit.*, p. 783; MARCHETTI, "Commento all'art. 20 II", *cit.*, p. 173.

<sup>508</sup> Así visto, el conflicto de intereses que subyace tras la norma sobre suscripción incompleta es un conflicto entre el interés social y el interés individual de los suscriptores, que, sean éstos socios o terceros, debe considerarse a estos efectos como un interés extrasocial (*vid.* la diferencia entre interés individual del socio *en la esfera social* y el interés individual del socio de carácter extrasocial en SÁNCHEZ RUIZ, *Conflictos de intereses entre socios*, *cit.*, p. 34).

<sup>509</sup> Así, CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", *cit.*, p. 772-773, entendiendo, sin embargo, que "se trataría siempre de consideraciones muy circunstanciales, impedidas de formularse con carácter general"; también, DE LA CÁMARA, *El capital social*, *cit.*, p. 305 y 308. Conviene recordar aquí que el argumento de la existencia de un interés de los suscriptores en la realización del aumento por la cifra total hasta el punto de que, previsiblemente, no habrían suscrito de saber que la operación sólo se realizaría por una parte, fue utilizado por la doctrina francesa para explicar el principio absoluto de la indivisibilidad del aumento acogido por el artículo 185 de la *Loi des Sociétés Commerciales* de 1966 en la redacción previa a la incorporación de la Segunda

medida de la finalidad a la que responde el aumento del capital, basta reconocer que, si centramos nuestra atención en la masa de hipotéticos suscriptores, será difícil, cuando no imposible, identificar un interés común a todos ellos a la hora de valorar la alternativa entre la eficacia o la ineficacia del aumento incompleto. En efecto, si la determinación de este interés puede resultar más sencilla en relación con la sociedad que decide el aumento, o incluso en relación con el interés de los propios suscriptores, en los casos de sociedades cerradas (donde estos suscriptores presentan rasgos e intereses más uniformes), la tarea se complica en el contexto de las grandes sociedades abiertas, donde el contenido plural y heterogéneo que normalmente tiene el conjunto de suscriptores al que va destinada la emisión hace que respecto de una misma operación las motivaciones o intereses subjetivos de cada uno de ellos puedan ser muy distintos. De este modo, intentar extraer un interés que actúe como paradigma a modo de interés colectivo (interés de la colectividad de suscriptores) tendrá como consecuencia un elevado grado de inexactitud.

Como se ha destacado<sup>510</sup>, no todos los que concurren al mercado bursátil en su condición de accionistas o pretendiendo adquirir tal condición lo hacen con las mismas motivaciones, de modo que no puede hacerse una consideración unitaria sobre los mismos. Así, en las grandes sociedades abiertas la separación entre propiedad y control permite, cuando menos, diferenciar a los *accionistas-empresarios*, que representan la minoría de control o que tienen una participación importante en el capital social, de la gran masa de *accionistas-inversores*, que, a diferencia de los primeros, no pretenden la obtención de una influencia directa en la gestión de la sociedad ni la obtención de dicho control, sino el acrecentamiento del valor económico de los fondos invertidos<sup>511</sup>. Respecto de estos últimos, el interés susceptible de tutela jurídica se manifiesta en "la consecución de unos niveles aceptables de seguridad, rentabilidad y liquidez para su inversión"<sup>512</sup>. Junto a los accionistas-

---

Directiva, e incluso estuvo presente en los debates parlamentarios en el momento de la reforma del precepto (para más detalles, *vid. supra* Capítulo 1º, III, 2.2.1.2.).

<sup>510</sup> FERNÁNDEZ PÉREZ, *La protección jurídica del accionista inversor*, cit., p. 34 y ss.

<sup>511</sup> Sobre esta distinción, ya clásica, *vid. supra*. los autores citados en el Capítulo 1º, II, 2, en nota.

<sup>512</sup> Por ejemplo, *vid.*, FERNÁNDEZ PÉREZ, *La protección jurídica del accionista inversor*, cit., p. 37. La autora destaca que la figura del accionista inversor, asume, así, una doble posición: la de socio de la sociedad como consecuencia de la adquisición de las acciones y la aportación al

inversores, pero de manera diferenciada, cabe situar, en fin, a los *accionistas especuladores*, que sin vocación de permanencia en el ente societario, simplemente pretenden conseguir al más corto plazo el más alto beneficio al más bajo coste.

### 1.1. El interés de los suscriptores y la regla de la ineficacia del aumento incompleto

1. En atención a los intereses de los suscriptores, y a pesar de lo arriesgado que resulta la elaboración de una hipótesis en torno a ellos, es posible identificar de modo objetivo una serie de efectos —negativos y positivos— que la regla de la ineficacia del aumento incompleto puede provocar sobre los intereses o las expectativas particulares de los mismos<sup>513</sup>.

2. De una manera negativa, la solución de la ineficacia del aumento incompleto afecta a estos intereses, al menos, en dos sentidos: por un lado, en lo que se refiere a las expectativas de reforzamiento de la posición corporativa dentro de la sociedad; por otro, aunque de manera menos clara, en relación con la negociación de los derechos de suscripción.

a) En cuanto a lo primero, la ineficacia del aumento incompleto impide que los accionistas que participan en la operación puedan reforzar la posición

---

capital; y la de inversor por el hecho de que el sujeto no persigue ningún objetivo de influencia política, sino sólo la obtención de una determinada rentabilidad económica (p. 41 y 47). Como es sabido, el panorama se complica si se tiene en cuenta que dentro de la categoría del accionista-inversor tienen cabida, aún, distintos subtipos de inversores. Así, al menos, cabe diferenciar entre los inversores institucionales como colectores del pequeño ahorro privado, los inversores profesionales (empresarios del mercado de capitales), los inversores expertos y los pequeños inversores individuales directos e inexpertos, que por razón de su menor nivel de formación y de información están necesitados de un mayor grado de protección jurídica. No obstante las diferencias existentes entre ellos, todos tienen en común el interés por lograr que la inversión realizada participe de las referidas notas de seguridad, rentabilidad y liquidez (FERNÁNDEZ PÉREZ, *La protección jurídica del accionista inversor*, cit., p. 48-49; vid. también, GRIMALDOS GARCÍA, *Responsabilidad civil derivada del folleto*, cit., p. 46 y ss.).

<sup>513</sup> Se deja, por tanto, al margen la consideración de los intereses de los suscriptores que sean coincidentes con el interés social. Esta coincidencia se dará, sobre todo, respecto del interés de los accionistas mayoritarios y de los accionistas de control (o accionistas-empresarios) en las sociedades abiertas. Respecto de éstos, la existencia de un interés particular o privado coexiste junto a otro, que participará de la suerte que corra el interés de la sociedad como consecuencia que la suscripción incompleta del aumento.

corporativa que ostentan en la sociedad mediante la simple suscripción del número de acciones que les otorga su derecho de suscripción preferente. En efecto, es objetivamente cierto que, tomando en consideración únicamente lo relativo al mantenimiento o alteración de la cuota de participación en el capital social, cuando la emisión se dirige a los antiguos accionistas, el mantenimiento del aumento por la cifra menor suscrita —esto es, la eficacia del aumento incompleto— beneficiará a aquellos socios que han suscrito acciones en ejercicio del derecho de suscripción preferente, mientras que causará un perjuicio a aquellos socios que no quisieron o no pudieron suscribir. Como acertadamente se ha puesto de manifiesto, al igual que la suscripción completa de la emisión permite a todos los que han suscrito en ejercicio del derecho de suscripción mantener después del aumento la misma posición relativa en la sociedad que cada uno tenía antes de producirse la ampliación, la eficacia del aumento de capital por la cifra menor suscrita servirá para ampliar proporcionalmente la participación —la posición relativa en la sociedad— de aquellos accionistas que han suscrito y, por el contrario, disminuirá la cuota de los que no lo hicieron. Esta consecuencia ligada al mantenimiento del aumento incompleto puede adquirir particular gravedad en las sociedades cerradas cuando el aumento del capital es utilizado por la mayoría como instrumento para expropiar a la minoría, acordando llevar a cabo la operación a sabiendas de que esa minoría no está en condiciones de suscribir<sup>514</sup>. De esta manera, el principio de la *inescindibilidad*, que obliga a la sociedad a renunciar a la ampliación cuando ésta no se suscribe por completo, si

---

<sup>514</sup> Este efecto negativo para los socios que no han suscrito se manifiesta de manera más acusada en las sociedades cerradas que en las abiertas, en las que la propiedad de todo o gran parte del capital se encuentra muy dispersa entre un gran número de pequeños accionistas que aisladamente representan una porción ínfima del mismo. Respecto de estos últimos, la pérdida de poder político derivada de la disminución de su posición relativa en la sociedad a causa de su falta de participación en el aumento del capital no empeorará sustancialmente una situación que ya estaba caracterizada anteriormente por la falta de poder suficiente para influir en la vida social (de aquí las propuestas de la moderna doctrina en favor de la eliminación del derecho de suscripción preferente en las sociedades abiertas, por todos, ALFARO, *Interés social y derecho de suscripción preferente*, cit., p. 85 y ss.). Conviene recordar, no obstante, que algún accionista que suscribió únicamente en proporción a su derecho de suscripción podría en determinadas circunstancias estar obligado a formular una OPA de carácter sobrevenido, si, como consecuencia de la suscripción incompleta del aumento y del mantenimiento de la eficacia de la operación por el importe menor suscrito, alcanza una participación significativa al diluirse la participación de aquellos otros que no suscribieron (vid. *supra* Capítulo 1º, II, 2.)

bien elimina las expectativas que los suscriptores pueden tener en la posibilidad de reforzar por esta vía su posición económica y política en la sociedad, puede contribuir a la tutela de los socios minoritarios que no han suscrito (y que, en ocasiones, tampoco han conseguido vender sus derechos de suscripción) frenando comportamientos abusivos de la mayoría<sup>515</sup>.

b) En cuanto a lo segundo (la negociación de los derechos de suscripción), es preciso destacar que la regla de la ineficacia del aumento incompleto produce el efecto de someter la eficacia de la *oferta* de suscripción de las nuevas acciones a la condición de que se cumpla un acontecimiento futuro e incierto: la íntegra suscripción de la cifra de aumento acordada. A poco que se observe, el condicionamiento de la *oferta* origina una situación de incertidumbre que repercutirá directamente en los suscriptores e indirectamente en el mercado, en especial, en lo que respecta a la negociación de los títulos y de los derechos de suscripción. Esta incertidumbre tiene unos efectos más acusados en las sociedades abiertas que operan en los mercados de valores organizados. Así, para los suscriptores, a la incertidumbre que el condicionamiento de la oferta provoca en cuanto al buen fin del aumento y, consecuentemente, a si se mantendrá o no la eficacia de su contrato de suscripción, se une la incertidumbre en relación con la efectiva devolución de los desembolsos realizados, porque aunque la Ley impone a la sociedad la obligación de restituir a los suscriptores las

---

<sup>515</sup> Atendiendo a esta finalidad, el principio de la *inescindibilidad* puede ser especialmente útil en las sociedades cerradas —en las que el riesgo de este tipo de comportamientos es elevado— si lo que se pretende es proteger a los socios minoritarios de los abusos de poder de la mayoría. Por otro lado, es conveniente recordar que uno de los principios que inspiran la regulación del aumento del capital en nuestro sistema es precisamente el de evitar que el aumento altere las posiciones de poder en la sociedad —fin al que directamente tiende la atribución del derecho de suscripción preferente—, habiéndose articulado mecanismos legales para controlar determinados procedimientos de aumento en los que los antiguos accionistas verán disminuida su cuota proporcional (así, el régimen establecido para la exclusión o limitación del derecho de suscripción preferente), y para paliar —al menos parcialmente— las consecuencias negativas cuando aquella alteración se produce (posibilidad de venta del derecho por parte del socio que no desea o no puede suscribir o, en el caso de exclusión, la exigencia (art. 159.2 LSA) de que las nuevas acciones se emitan por su valor real). A la defensa de aquel principio puede servir también la regla de la indivisibilidad del aumento, ya que la ineficacia de la suscripción incompleta mantendrá la posición relativa que todos los antiguos accionistas tenían antes del aumento (aunque en otros términos, parece deducir la misma idea DE LA CÁMARA, *El capital social*, cit., p. 308).



aportaciones realizadas, no impone, sin embargo, el deber de reforzar este derecho a la restitución mediante la constitución de garantías que aseguren el cumplimiento puntual y exacto de aquella obligación. Tratándose de sociedades que cotizan, dicha situación de incertidumbre, además de compaginarse mal con las reglas de celeridad, definición previa y seguridad que presiden la normativa que disciplina los mercados de valores, puede hacer más difícil y costosa la negociación de los derechos de suscripción, con el riesgo de que el accionista que no quiere ejercitarlos pueda llegar a obtener del precio de venta que habría obtenido en otras circunstancias<sup>516</sup>.

3. Ahora bien, al lado de estos dos efectos negativos —y como efecto, por tanto, positivo— la regla de la ineficacia del aumento no suscrito por completo tiene una ventaja indudable con respecto al suscriptor. Aparte de la ventaja, ya explicada, que esta solución puede tener para la posición de los minoritarios en sociedades cerradas, en las ampliaciones de capital de sociedades abiertas que se desarrollan mediante ofertas públicas, la regla de la ineficacia contribuye a la tutela de los intereses de los suscriptores que acuden a la oferta en calidad de inversores, en especial, de los pequeños inversores-ahorradores individuales no expertos que no han podido gozar de los conocimientos técnicos necesarios para una adecuada valoración de la misma. Esta tutela se vincula a los efectos perversos que la falta de cobertura del aumento tendrá previsiblemente sobre la

---

<sup>516</sup> Según ya tuvimos ocasión de exponer (*vid. supra* Capítulo 1º, II, 2., en nota), es presumible que la solución de ineficacia del aumento incompleto afecte de manera importante a la venta de los derechos de suscripción. Aunque la Ley precisa la obligación que tiene la sociedad de devolver al suscriptor las aportaciones realizadas para el caso de que el aumento quede sin efecto por falta de íntegra suscripción, dicha obligación no se extiende, ciertamente, a la devolución del precio pagado por el ejercicio del derecho en caso de cesión del mismo, cuestión ésta que, en su caso, deberá solventarse entre las partes que celebraron dicho negocio de cesión. Como es fácil de comprender, en sociedades abiertas que cotizan será difícil cuando no imposible que el comprador del derecho recupere el precio de la compra, razón por la cual lo normal es que el mercado descuente dicho riesgo del precio del derecho de suscripción, haciendo que el titular originario que vende su derecho perciba un precio inferior que el que podría obtener si no existiera aquella situación de incertidumbre respecto del mantenimiento de la operación de aumento.

liquidez y el valor de las acciones suscritas, y, en directa relación con esta idea, al juicio desfavorable que el mercado ha hecho del precio fijado en la oferta<sup>517</sup>.

Según se anticipó, la suscripción incompleta de la emisión puede afectar a las legítimas expectativas de rentabilidad y de liquidez de los títulos adquiridos, esto es, a la "posibilidad de reconvertir la inversión en dinero en el momento en que estime oportuno, sin que ello suponga un coste económico perjudicial para el inversor"<sup>518</sup>. En efecto, en la medida en que la falta de íntegra suscripción se identifique con la falta de éxito de la emisión, es previsible que esta circunstancia provoque una rebaja en el valor de mercado de los títulos adquiridos que lo sitúe por debajo del precio pagado por la suscripción. Si el aumento incompleto quedara eficaz, para el suscriptor-inversor puede ser difícil rescatar —al menos a corto plazo— el valor invertido, ya que, por un lado, la sociedad no le devolverá lo aportado y, por otro, resultará complicado encontrar un comprador dispuesto a pagar por las acciones un precio superior al de mercado. Por el contrario, si el aumento incompleto es ineficaz, la consiguiente devolución de las aportaciones realizadas por los suscriptores proporcionará a éstos la oportunidad de trasladar esos fondos a otras inversiones alternativas (aunque con ello pierda las cantidades ya satisfechas —v. gr.: a intermediarios financieros— con motivo de su participación en la operación de aumento fracasada).

---

<sup>517</sup> Desde un punto de vista contractual, la suscripción incompleta de la cifra de aumento del capital acordada puede, quizá, considerarse una modificación sobrevenida de uno de los elementos que integran las condiciones en las que se hizo la oferta a los suscriptores, puesto que la cifra de la ampliación del capital ya no podrá ser la anunciada a los hipotéticos suscriptores en las condiciones de la emisión. En nuestro país, así parecen entenderlo algunos autores, que, por ello, consideran que la regla de la ineficacia del aumento incompleto se dirige a la "protección de los suscriptores en cuanto al cumplimiento por la sociedad de las condiciones en las que se oferta el aumento del capital, salvo que dichas condiciones prevean de forma expresa la validez de la suscripción incompleta" (ALONSO ESPINOSA, "Modificación de estatutos", *cit.*, p. 78).

<sup>518</sup> FERNANDEZ PÉREZ, *La protección jurídica del accionista inversor*, *cit.*, p. 61, para quien la liquidez de una inversión "vendrá motivada por la facilidad y rapidez con que dicha desinversión pueda llevarse a efecto"...de modo que... "desde un punto de vista jurídico, debe garantizarse el interés legítimo de todo inversor de valores mobiliarios a desistirse de su operación de inversión con la certeza de que puede hallar compradores de los mismos en el mercado" (*últ. op. cit.*, p. 61-62).

Estas consideraciones permiten pensar que la solución de la ineficacia del aumento incompleto resulta acorde con los principios relativos a la tutela del inversor (sobre todo, insistimos, del pequeño ahorrador no experto) en el ámbito del mercado de valores, en la medida en que la falta de una total suscripción de las acciones correspondientes a la nueva emisión será indicativo, con probabilidad, de la desconfianza que el propio mercado proyecta en relación con el precio de salida de dichos valores, alterándose, de este modo, las expectativas razonables que el inversor alberga en el momento de la suscripción. Desde esta óptica, no es descartable concluir que, junto a otros posibles intereses, la opción legal en favor de la ineficacia del aumento incompleto como regla general contribuye, sobre todo, a la tutela de los intereses de los suscriptores en su condición de inversores: el suscriptor sólo debe quedar sujeto a la suscripción efectuada en el caso de que su juicio como inversor haya sido confirmado por la participación en la oferta de otros inversores hasta lograr la completa cobertura de la emisión, o cuando, a pesar de no alcanzarse la total suscripción, el suscriptor hubiera sido advertido previamente de que la suscripción que efectúe tendrá carácter definitivo con independencia del grado de aceptación de la oferta.

Respecto de esta hipótesis resulta ilustrativo observar el enfoque desde el que se afronta el problema de la falta de la total cobertura de las emisiones de acciones en los Estados Unidos de América, donde, a diferencia de lo que acontece en el espacio europeo, esta cuestión no aparece enmarcada en el Derecho de Sociedades, sino en el ámbito del Derecho del Mercado de Valores (*Securities Regulation*)<sup>519</sup>. En este país se considera que las emisiones realizadas en régimen de "todo o nada" o de "parte o nada" constituyen un importante instrumento de protección del inversor en los casos en los que el éxito de la emisión no se encuentra asegurado, esto es, cuando el intermediario financiero (*underwriter*) efectúa una labor de mera colocación de los valores por cuenta del emisor

---

<sup>519</sup> El punto de referencia a la hora de afrontar la cuestión no se sitúa, así, en las consecuencias de esta contingencia sobre el mantenimiento o no de la eficacia de la operación de aumento del capital por la parte suscrita, ni tampoco sobre plano de las relaciones sociedad-suscriptores. En Estados Unidos, la preocupación suscitada por la falta de cobertura de una emisión de valores es, como inmediatamente veremos, una preocupación dirigida a proteger los intereses presentes en el mercado de valores, y, en particular, los intereses de los inversores que en un momento dado participan en él a través de la compra/suscripción de una determinada cantidad de valores arriesgando su dinero.

(*best efforts underwriting*)<sup>520</sup>. El problema de la falta de cobertura de una emisión y sus implicaciones respecto de los intereses de los inversores que han adquirido valores en la misma no se suscita, pues, en las emisiones que se encuentran aseguradas<sup>521</sup>, y no sólo por la razón obvia de que en estos casos la falta de íntegra cobertura no podrá producirse, sino, sobre todo, porque la intervención de las entidades colocadoras como aseguradoras de la emisión constituyen suficiente garantía frente a los potenciales inversores de la "calidad" de la inversión que se les propone<sup>522</sup>.

Sobre esta base hay que indicar que cuando la emisión se efectúa en régimen de *best efforts* ha venido siendo habitual en la práctica norteamericana el establecimiento de una serie de cláusulas en las condiciones de emisión por medio de las cuáles el emisor condiciona la validez del aumento del capital —o, en general, la validez y consiguiente "buen fin" de la emisión— a la suscripción del total de los valores emitidos ("*all or none*" offerings), o, al menos, a una parte ("*part or none*" offerings) o a un determinado número mínimo de ellos ("*mini-maxi*" offerings), o al cumplimiento de otra serie de condiciones<sup>523</sup>. Estas ofertas condicionadas

---

<sup>520</sup> Baste recordar que en este tipo de ofertas, el banco o agencia de valores realiza una simple labor de intermediación entre el emisor y los potenciales inversores a fin de encontrar personas interesadas en suscribir dentro de un determinado período de tiempo establecido, pero sin asumir frente al emisor el compromiso de que la suscripción llegue a alcanzar el total o un determinado número de los títulos emitidos (*vid.*, en particular, FREILICH/JANVEY, "Understanding Best Efforts Offerings", *cit.*, p. 151 y ss.).

<sup>521</sup> Como ya se indicó, junto a la intervención en régimen de "*best effort*" underwriting, los intermediarios pueden también actuar adoptando el compromiso frente al emisor de asegurar el éxito de la emisión, ya sea asegurando la suscripción de todos los títulos emitidos, o ya un determinado porcentaje de éstos. En estos casos, los *underwriters* pueden actuar en régimen de "*firm commitment*" underwriting, y, más raramente en la actualidad, en régimen de *standby underwriting*. Según la primera fórmula de aseguramiento, el *underwriter* adquiere directamente del emisor la totalidad de los valores que integran la emisión y los revende con un descuento, siendo su contraprestación la diferencia entre el precio de compra y el precio de reventa. En la segunda, el *underwriter* tratará de colocar primero los valores por cuenta del emisor, comprometiéndose frente a él sólo a adquirir aquéllos que resten por suscribir al cierre del período de vigencia de la oferta.

<sup>522</sup> Según ha sido visto, las entidades colocadoras prestan su crédito (reputación o prestigio) al emisor frente al mercado, por lo que no participan si estiman que la calidad y posibilidades de éxito de la emisión son bajas (*vid. supra*. Capítulo 2º, III, 1.1.). El hecho de que la emisión esté asegurada comporta para, además, una garantía reforzada para el inversor, ya que si el asegurador no hubiera confiado en el éxito de la emisión, el coste del aseguramiento hubiera sido tan elevado que, muy probablemente, el emisor no hubiera estado dispuesto a pagarlo.

<sup>523</sup> Las fórmulas que imponen condicionamientos en relación con la cantidad de títulos emitidos y suscritos son diversas: básicamente, de acuerdo con las "*all or none*" offerings (ofertas de "todo o nada"), si al cierre del período de suscripción establecido no ha sido suscrito el total de las acciones ofertas, la oferta se considera revocada y las suscripciones realizadas devienen ineficaces; en las "*part or none*" offerings (ofertas de "parte o nada") o las "*minimum-maximum*" offerings (ofertas de mínimo y máximo), la consecuencia será la misma que acabamos de indicar a menos que finalizado el plazo de suscripción haya sido suscrita una determinada parte o un determinado número mínimo de los valores emitidos.

contrastan con la realización de una oferta de suscripción incondicionada, en la que el emisor se compromete a dar por válido el aumento del capital cualquiera que sea el número de acciones efectivamente suscritas en el plazo de suscripción (*straight offerings*)<sup>524</sup>. Las ofertas realizadas en régimen de "todo o nada" o de "parte o nada" responden al deseo del emisor de obtener la financiación exacta que necesita. En este sentido, indican que el emisor se ha "embarcado" —o va hacerlo a corto plazo— en un plan de financiación dirigido a una concreto proyecto que requiere un mínimo de capitalización que pretende obtener de la oferta de suscripción, por lo que, si el emisor no tiene la seguridad de que las acciones serán colocadas al precio estipulado, prefiere revocar la oferta que aceptar unos fondos que no alcanzan el mínimo de financiación que necesita.

Pero lo que interesa en este momento es de advertir que, al lado de la satisfacción del interés del emisor en la obtención de la financiación exacta que necesita, estas modalidades de ofertas condicionadas a la suscripción del total o de un mínimo de los títulos emitidos se conciben, sobre todo, como una fórmula para asegurar al potencial inversor que habrá suficiente interés del mercado (es decir, del resto de potenciales inversores) en la inversión propuesta por el emisor y que, de lo contrario, podrá recuperar su inversión. El hecho de que la emisión no sea cubierta en el total ofertado (o en el mínimo exigido en las condiciones de emisión) es un indicador de que el mercado no ha juzgado favorablemente la oferta, en atención a que el riesgo de inversión es demasiado alto y la oferta está sobreevaluada por el emisor. Así, si se anuncia que la validez de la oferta y la consiguiente validez de las suscripciones que se realicen está condicionada a que se suscriba el total de títulos que componen la emisión, cada inversor se encontrará respaldado por el conocimiento de que, a menos que su juicio en cuanto a la adopción de la decisión de invertir en esos valores resulte compartido por un número suficiente de inversores, los fondos desembolsados le serán devueltos ("*corroboration theory*" o "*comfort doctrine*")<sup>525</sup>. En otras palabras, en las ofertas condicionadas el suscriptor tiene la seguridad de que podrá recuperar lo invertido en el caso de que su juicio individual como inversor no se vea respaldado por el juicio del mercado<sup>526</sup>.

---

<sup>524</sup> Vid. COX/HILLMAN/LANGEVOORT, *Securities Regulation*, cit., p. 220-221.

<sup>525</sup> Vid. R. B. ROBBINS, "All or none offerings", cit., p. 59 y ss.; id. "All-or-None Offerings Under Rule 10b-9", cit., p. 77 y ss.; T.L. HAHGEN, en *The Law of Securities Regulation*, 3ª ed., 1996, p. 315-316. La "*corroboration theory*" y la preocupación por la protección de los inversores en las ofertas de todo o nada o de parte o nada se sitúan en el contexto de la interpretación de las Reglas 10 b-9 y 15 c 2-4 de la *Securities Exchange Act*, que se dirigen, por un lado, a asegurar la rápida devolución de los fondos a los inversores si la condición a la que ha sido sometida la oferta no se cumple (v. gr.: no llega a suscribirse el total de la emisión), y, por otro, a evitar que se produzca un cierre fraudulento de la oferta mediante simulación de la total cobertura de la emisión.

<sup>526</sup> Vid. FREILICH/JANVEY, "Understanding "Best Efforts" Offerings", cit., p. 153.

## **1.2. El interés de la sociedad y la regla de la ineficacia del aumento incompleto**

Según se ha indicado, algunos autores han tratado de fundamentar la decisión legal en favor de la regla de la ineficacia del aumento incompleto en la existencia de un pretendido interés de la sociedad en la consecución de la cifra íntegra del aumento, a riesgo, incluso, del fracaso absoluto de la operación. Sin embargo, a nuestro modo de ver, no es posible predicar la existencia de dicho interés como regla general.

Cierto es que, en la mayoría de los casos, cuando la sociedad decide efectuar una ampliación del capital social no pretende simplemente reforzar en abstracto los fondos propios, sino que la sociedad acuerda el aumento del capital en una determinada cuantía que, a su vez, está en función de un determinado fin u objetivo que aquella pretende lograr. Por ello, no es dudoso que la intención de la sociedad cuando acuerda ampliar el capital en una cifra concreta es que la misma se suscriba por completo. Pero partir de que la sociedad, como regla general, preferirá no dar eficacia a un aumento parcial devolviendo a los suscriptores las aportaciones realizadas, supone presumir que la sociedad carece en absoluto de interés sobre los nuevos recursos obtenidos en dicho aumento parcial.

Esto último es difícil de compartir en el caso de que el resultado de la suscripción, aún no habiendo absorbido el total de la cuantía acordada, represente un alto porcentaje de la misma. Mas, incluso fuera de estos casos —y salvo que los recursos obtenidos representen una cifra insignificante con relación a la acordada—, no hay que descartar que la sociedad pueda seguir estando interesada en la retención de estos recursos, que podrá dedicar a la ejecución de otros proyectos de inversión alternativos (o incluso, con el recurso a financiación complementaria, a aquél al que inicialmente estaban destinados los nuevos fondos procedentes del aumento), a la saneamiento de parte del pasivo, a la dotación de reservas —tras una sucesiva reducción del capital social—, o,

simplemente, a la compensación de los gastos derivados de la puesta en marcha de la propia operación de aumento. En aquellas ampliaciones del capital en las que los gastos de preparación y ejecución de la operación son muy elevados —así, por ejemplo un aumento del capital de una gran sociedad abierta que realiza una emisión pública de acciones—<sup>527</sup>, esta única circunstancia puede tener relevancia suficiente para animar a la sociedad a preferir la eficacia del aumento del capital (aunque sea en una cifra inferior a la acordada) a tener que devolver las aportaciones realizadas perdiendo la oportunidad de resarcirse, aunque sólo fuera en parte, de aquellos gastos.

Por otro lado, la ineficacia de la operación de aumento por la falta de íntegra suscripción no está tampoco exenta de costes. Dejando al margen los costes derivados del hecho mismo de que la operación no haya tenido el éxito esperado, no debe olvidarse que la ineficacia del aumento lleva consigo la obligación de la sociedad de devolver las aportaciones que hubieran sido realizadas, lo que, en muchos supuestos, generará a su vez gastos añadidos de cierta importancia. Estos gastos aparejados al deber de restituir las aportaciones no serán tampoco los mismos en sociedades cerradas que en la sociedades abiertas. En las sociedades cerradas puede resultar más sencilla y menos costosa la devolución de las aportaciones. En cambio, en las sociedades abiertas, especialmente si la emisión, a pesar de no haber sido cubierta por completo, ha estado muy distribuida, la sociedad se verá obligada a poner en marcha un nuevo mecanismo organizativo para la devolución, generando unos costes que pueden llegar a ser elevados.

---

<sup>527</sup> La cuantía que pueden alcanzar los gastos originados por la operación, variará en función del tipo de sociedad de que se trate y de la propia complejidad del proceso de ejecución. Así, en sociedades abiertas pueden llegar a ser elevados los gastos de convocatoria y celebración de la Junta, los gastos de los anuncios al público de la emisión y, sobre todo, los gastos derivados del registro del folleto de emisión, los pagos a asesores financieros y a las entidades encargadas de la dirección, colocación y/o aseguramiento de la emisión, gastos todos ellos que deberán ser satisfechos por la sociedad con independencia de que la operación llegue o no a buen fin. En el caso de las emisiones públicas, estos gastos han de estar claramente detallados en el folleto informativo, distinguiendo entre gastos legales, comisiones financieras y otros, e indicando el porcentaje que todos ellos representen sobre el total de la emisión u oferta (O.M. de 13 de julio de 1993, Anexo A, Capítulo II.14)

Por estas razones, a pesar de que la emisión de las nuevas acciones no ha tenido el éxito esperado, a la sociedad le compensará normalmente aceptar los nuevos fondos obtenidos, aún cuando ello suponga pagar el resto de gastos derivados de la ejecución del aumento (cuando menos, el pago de los impuestos correspondientes, la escritura pública y el registro). El hecho de que la Ley haya establecido que, como regla general, el aumento no suscrito por completo es un aumento ineficaz, impone, pues, a la sociedad una especial diligencia a la hora de redactar las condiciones de la emisión, incorporando a las mismas la “cláusula de eficacia del aumento incompleto” como único mecanismo que le permitirá salvar la operación y mantener los fondos obtenidos de las suscripciones efectivamente realizadas si el aumento del capital no llega a cubrirse en su totalidad.

En relación con las sociedades de responsabilidad limitada, por encima del riesgo de que la eficacia del aumento incompleto sirva a las maniobras expropiatorias de la mayoría en detrimento de la minoría<sup>528</sup>, la existencia de un interés de la sociedad en el mantenimiento de los nuevos fondos obtenidos del aumento del capital parece ser lo que ha impulsado al legislador a introducir precisamente como regla general dicha eficacia del aumento incompleto, lo que constituye un auténtico fenómeno de inversión normativa en la regulación de un supuesto de hecho similar<sup>529</sup>.

---

<sup>528</sup> A lo ya señalado anteriormente en relación con este problema, hay que añadir ahora que el mismo se agudiza como consecuencia de la configuración del régimen del derecho de asunción preferente en el vigente texto de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada. Como es sabido, la Ley —salvo que los Estatutos hayan determinado otra cosa— establece la apertura de una segunda vuelta para la asunción de las participaciones no asumidas en el período otorgado para el ejercicio del derecho de asunción preferente, dirigida a aquellos sujetos que ejercitaron sus derechos en este primer período (art. 75.4 LSRL). Esta medida, que claramente persigue el efecto de incentivar el ejercicio de los derechos y de lograr la íntegra asunción de la cifra del aumento (*vid.* A. ROJO, “El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada”, *cit.*, p. 839 y ss.), tiene el efecto reflejo de reforzar aún más la posición corporativa de aquéllos que ejercitaron sus derechos en la primera vuelta. De ahí que, si la ampliación del capital fue propuesta por la mayoría en conocimiento de las dificultades de la minoría para participar en la operación con la única finalidad de beneficiarse de esta circunstancia, la minoría soportará aún una mayor dilución de su participación.

<sup>529</sup> La diferente solución que el Derecho español otorga al aumento incompleto en las sociedades anónimas y en las sociedades de responsabilidad limitada contrasta con la adoptada por otros sistemas legales, en los que el régimen en esta materia se encuentra unificado. Así, el Derecho italiano, en el que por vía de remisión es aplicable a la sociedad de responsabilidad limitada la norma sobre aumento incompleto redactada en sede de sociedad anónima (*vid.* arts. 2495 y 2439 II del *Codice civile*).



En efecto, partiendo de la ausencia de normativa comunitaria sobre el tema aplicable a la forma social de sociedad de responsabilidad limitada —ya que la Segunda Directiva sólo resulta aplicable a las sociedades bajo la forma de anónima— la vigente Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada otorga al aumento del capital carácter divisible salvo que el mismo acuerdo de aumento haya declarado ineficaz el aumento *desembolsado* sólo en parte (art. 77 LSRL)<sup>530</sup>. Este cambio de criterio —fruto de la libertad del legislador en la regulación del tema— puede encontrar fundamento en el deseo de facilitar el desenlace de las operaciones de aumento del capital en las sociedades limitadas en consideración a su función de financiación de la empresa, dado el más restringido abanico de posibilidades de financiación impuesto a esta forma de sociedad (prohibición de efectuar emisiones públicas de participaciones, o de emitir obligaciones, bonos u otros títulos similares)<sup>531</sup>. Además, en sociedades infracapitalizadas, como ocurre frecuentemente en el ámbito de las limitadas, la opción por la eficacia del aumento a pesar de no haberse obtenido por completo la cifra prevista, es una medida que, junto con otras, forma parte de una política que pretende favorecer la financiación a través de capital de riesgo frente a la financiación externa o por medio de recursos ajenos, que se traduce en la obtención de capital de crédito.

## 2. Intereses tutelados por la posibilidad de exceptuar la regla general de la ineficacia del aumento con suscripción incompleta

Como ya se indicara en otras ocasiones, tanto la puesta en marcha de una operación de ampliación del capital social, como el conjunto de circunstancias que la definen (entre ellas, la cuantía del aumento) están presididas por el interés de la sociedad y responden a un concreto proyecto u objetivo que la sociedad

---

<sup>530</sup> En relación a la diferente definición normativa del supuesto de hecho en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas y en el artículo 77 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada, *vid. supra* Capítulo 2º, II, 1.1.1.).

<sup>531</sup> Así, ROJO ("El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada", *cit.*, p. 811-812 y p. 851 y ss.), para quien la inversión de la norma sobre aumento incompleto responde claramente a una opción de política legislativa de favorecimiento de las técnicas de incremento de fondos propios respecto de esta forma social; en el mismo sentido, URÍA/MENÉNDEZ/IGLESIAS PRADA, en Uría/Menéndez, *Curso de Derecho Mercantil*, I, *cit.*, p. 1184; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital social", *cit.*, p. 258-259 y p. 287). Por otro lado, algunos han visto en el hecho de que la Ley de sociedades limitadas otorgue al aumento de capital carácter *escindible* una manifestación más del carácter marcadamente personalista de este tipo social (VV.AA., en *La sociedad de responsabilidad limitada*, I, ed. por los Colegios Notariales de España, Madrid, 1995, p. 376); en contra de esta última idea, ROJO ("El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada", *cit.*, p. 852), para quien la solución finalmente acogida por la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada no responde a la existencia de un rasgo tipificador específico de la sociedad limitada.

pretende conseguir. Este interés de la sociedad, por encima de un hipotético interés de los suscriptores en el mantenimiento o en la ineficacia de su contrato del suscripción, es, sin duda, el tenido en cuenta con preferencia por el legislador a la hora de permitir, por un lado, la derogación de la regla legal general de la ineficacia del aumento incompleto en favor de la solución de la eficacia, y, por otro, atribuir a la propia sociedad, y no a los suscriptores, la posibilidad de optar por una u otra solución. Sólo a la sociedad corresponde valorar en qué medida un aumento del capital por cuantía inferior a la proyectada contribuirá todavía a hacer efectivo aquel proyecto u objetivo, o servirá de algún otro modo al interés social. Ciertamente, si se hubiera pretendido tutelar el interés de los suscriptores en lo que se refiere a la posibilidad de derogar la solución legal establecida para la falta de la íntegra suscripción del aumento, la norma debería haber otorgado a aquéllos y no a la sociedad la posibilidad de optar por el mantenimiento de los contratos de suscripción efectuados<sup>532</sup>.

La norma sobre suscripción incompleta ofrece, en este concreto aspecto, una nota de *dispositividad*, al permitir que la sociedad derogue el régimen legal mediante la introducción de la previsión de eficacia del aumento incompleto en las condiciones de emisión. La dispositividad es, sin embargo, limitada, ya que, por un lado, la sociedad sólo puede optar por aplicar al caso otra solución que la propia norma establece, y, por otro, la opción por esta otra solución debe realizarse, en principio, cumpliendo con los requisitos previstos también en la norma.

---

<sup>532</sup> El hecho de que la norma permita a la sociedad derogar la regla general de la ineficacia del aumento permite pensar que la norma no ha identificado un interés de los suscriptores digno de tutela unido de manera inseparable a la ineficacia de los aumentos de capital no suscritos por completo, ya que, si así fuera, o bien no se habría otorgado a la sociedad la posibilidad de disponer de una solución contraria, o bien, dicha posibilidad habría sido otorgada a los propios suscriptores. Esto no significa, empero, que no pueda identificarse algún interés de los suscriptores en la ineficacia del aumento incompleto. Lo que pasa es que la norma, en el caso de que lo haya tenido en cuenta, considera que es suficiente a efectos de su tutela con la sociedad les advierta con carácter previo a la suscripción de que la consecuencia de la suscripción incompleta del aumento es la contraria a la prevista en la Ley con carácter general, esto es, les advierta de la eficacia de dicho aumento incompleto.

**3. Intereses tutelados por la necesidad de que la decisión sobre la eficacia o ineficacia del aumento del capital no suscrito íntegramente deba ser adoptada con carácter previo a la verificación del resultado de la suscripción**

1. El deseo de tutelar el interés de los suscriptores en conocer las consecuencias de la falta de íntegra suscripción de la emisión antes de decidir tomar parte en la misma es, en fin, lo que explica la exigencia contenida en la norma de que la opción en favor de derogar la regla legal general de la ineficacia del aumento incompleto sea prevista por la sociedad *de manera expresa en las condiciones de la emisión*. Según se ha indicado, en relación con la regla general de la ineficacia, por un lado, y respecto de la posibilidad de derogar esta regla a favor de la eficacia del aumento incompleto, por otro, era difícil identificar la existencia de un interés genérico y común a todos los individuales suscriptores. Por el contrario, este interés claramente existe en la posibilidad de disponer de información anticipada sobre los riesgos derivados de la participación en una nueva emisión de acciones, interés que, en este caso, se concreta en saber si la suscripción efectuada será eficaz incluso a falta de completa cobertura de la emisión o si, como establece la Ley, la sociedad deberá reconocer la ineficacia de las suscripciones recibidas y devolver las aportaciones realizadas<sup>533</sup>.

Como ya se expuso en las páginas dedicadas al artículo 28 de la Segunda Directiva, frente a este interés particular de los suscriptores, puede identificarse la existencia de un interés de la sociedad, no sólo en disponer de la posibilidad de decidir sobre la eficacia o la ineficacia del aumento parcial, sino, también, en poder adoptar tal decisión en el momento que estime oportuno, especialmente, una vez cerrado el plazo de suscripción a la vista de los resultados de la misma. Es en este momento, y no antes, cuando la sociedad estará normalmente en condiciones de poder valorar de manera adecuada —en función de los datos

---

<sup>533</sup> Vid. CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", *cit.*, p. 766, p. 772 y p. 797 y ss.; SACRISTÁN REPRESA, "El aumento del capital", *cit.*, p. 285; destacando que la tutela del interés de los suscriptores a través de la norma sobre suscripción incompleta se produce exclusivamente sobre el plano de la información, RUGGIERO, "Operatività delle nuove norme in materia di aumento di capitale", *cit.*, p. 368.

exactos del resultado de la suscripción— si la cuantía suscrita puede todavía servir al fin concreto para el que se acordó el aumento, escogiendo, entonces, la salida más conveniente para interés social. El precepto que comentamos parece conculcar, en efecto, dicha posibilidad, al obligar —siquiera indirectamente— a la sociedad a tomar la decisión sobre la eficacia o ineficacia del aumento incompleto de manera anticipada mediante la introducción de la oportuna cláusula en las “condiciones de emisión” (ya que, a falta de tal previsión, se aplicará la regla legal general de la ineficacia, aunque la sociedad no desee que se produzca esta consecuencia)<sup>534</sup>.

2. A pesar de los inconvenientes que esta solución, procedente del artículo 28 de la Segunda Directiva, tiene para los intereses de la sociedad, es menester destacar que, en la medida en que la emisión de acciones procedentes de un aumento del capital constituye una operación típica del mercado primario, la necesidad de la previsión anticipada de las consecuencias de la suscripción incompleta del aumento es coherente con la finalidad de protección del inversor que pretende la normativa reguladora de los mercados de valores, en el sentido de proteger el derecho de éste a obtener una información completa y transparente sobre las condiciones de la inversión que va a realizar<sup>535</sup>. Es más,

---

<sup>534</sup> El sacrificio del interés de la sociedad no sólo se manifiesta en el hecho de que ésta se vea constreñida legalmente a tomar una decisión sobre la eficacia de un aumento incompleto antes incluso de que esta circunstancia se haya producido. Además, esta exigencia legal le traslada los costes derivados de la desconfianza que puede generar en el mercado la introducción en las condiciones de emisión de una cláusula previendo la suscripción incompleta, pues, aunque ello se efectúe simplemente a modo de cautela para evitar la ineficacia global de la operación, puede ser interpretada por los operadores económicos poco informados como un indicativo de que la propia entidad emisora prevé un escaso éxito de la misma, lo que puede hacerles desconfiar de la calidad de emisión.

<sup>535</sup> Vid., al respecto, las consideraciones de J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE (“Artículo 8º. Normas generales”, en F. Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, p. 227 y ss.) sobre las relaciones entre el Derecho de sociedades y el Derecho del mercado de valores, especialmente, en orden a la protección del inversor en el mercado primario. Como es sabido, la necesidad de protección es más intensa en relación con los pequeños inversores-ahorradores (“público no especializado”, en palabras del artículo 6 g) del Real Decreto 291/1992) que en relación con los inversores institucionales o los inversores profesionales, de ahí que el legislador español haya elegido a aquéllos como los destinatarios típicos del preceptivo folleto que debe registrarse ante la CNMV y hacerse público antes del ofrecimiento de los nuevos valores (vid. GRIMALDOS GARCÍA, *Responsabilidad civil derivada del folleto*, cit., p. 49 y ss.).

cuando la operación de aumento del capital lleve consigo una emisión pública de valores, dentro del genérico principio de información completa y transparente al inversor (*full disclosure*) debe comprenderse la obligación del emisor de dotar a los inversores de una información previa en cuanto al desenlace de la emisión. Así se deduce, en efecto, de la normativa específica del mercado de valores en materia de emisiones públicas, que establece la obligación de incluir en el contenido del preceptivo folleto informativo cuáles serán las consecuencias de la suscripción incompleta. La Orden Ministerial de 12 de julio de 1993, de desarrollo del Real Decreto 291/1992, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, establece la obligación de incluir en el folleto de las emisiones de renta variable<sup>536</sup> una mención relativa a la terminación del proceso. Ésta debe incluir una *"transcripción literal de la previsión acordada para el caso de que el aumento de capital no se suscriba íntegramente dentro del plazo fijado para ello, en el sentido de que dicho aumento quedará reducido a las suscripciones efectivamente producidas. A falta de tal previsión, expresión de que, conforme al artículo 161.2 del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, el acuerdo de aumento del capital social quedará sin efecto por suscripción incompleta de las acciones emitidas, advirtiéndose que los administradores de la Sociedad anunciarán esta circunstancia en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y, dentro del mes siguiente a aquel en que hubiera finalizado el plazo de suscripción, restituirán a los suscriptores o consignarán en el Banco de España o en la Caja General de Depósitos las aportaciones realizadas"* (nuestra la cursiva)<sup>537</sup>. Como puede apreciarse, la referida Orden ministerial obliga a la sociedad emisora a incluir en el folleto una previsión expresa en todo caso sobre las consecuencias del aumento incompleto, a diferencia del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas, que sólo exige dicha previsión expresa en las condiciones de emisión

---

<sup>536</sup> Cuyo Modelo figura en el anexo A de dicha Orden, y al que se deben ajustar las "emisiones y ofertas públicas de acciones, cuotas participativas y demás valores cuyo rendimiento esté vinculado a la evolución económica de la entidad emisora".

<sup>537</sup> Anexo A, Capítulo II.13.1 de la Orden Ministerial de 12 de julio de 1993.

si la sociedad desea la eficacia del aumento incompleto<sup>538</sup>. Esta diferencia pone de manifiesto cómo en aquellas sociedades que operan en los mercados de valores ofreciendo sus valores al público en general se hace más rigurosa la exigencia de una definición previa, clara y precisa de los términos que componen la oferta pública (*cfr.* arts. 28 y 29 LMV) en aras de la protección de los potenciales inversores, lo que mal se compagina con un aumento del capital en cuyas condiciones de emisión nada se diga sobre la situación en la que quedarían los suscriptores si la ampliación no se suscribe por completo, permitiendo en relación con esta circunstancia actuaciones posteriores de la sociedad no anunciadas previamente.

3. En cualquier caso, tampoco parece que la solución óptima para los intereses de la sociedad emisora pase por el reconocimiento legal de una absoluta libertad para decidir sobre la ineficacia o ineficacia de un eventual aumento incompleto una vez cerrado el plazo de suscripción. Bien es verdad que anticipar cuál es la solución más eficiente para resolver la situación creada por la falta de íntegra suscripción del aumento puede ser muy difícil, tanto más si se tiene en cuenta que los posibles cambios de las circunstancias que rodean a la ampliación —en especial cuando el acuerdo de aumento no se ejecuta inmediatamente— pueden convertir en inadecuada una solución que inicialmente se formuló como la más acertada. Así, al aplazar la decisión, por un lado, los riesgos de error se reducen notablemente porque la sociedad dispondrá de más información en el momento de adoptar la decisión y, por otro, se ahorran los costes asociados a la negociación puesto que los autores de la propuesta de aumento no tendrán que discutir cuáles deben ser las consecuencias de un

---

<sup>538</sup> *Vid.* en relación con el contenido ordinario del folleto, *vid.* M. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, "Artículo 15. Contenido ordinario del folleto" [actual artículo 18], en F. Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, p. 340 y ss., y, en particular, lo relativo a las indicaciones sobre el procedimiento de colocación y la terminación del proceso en p. 351.

evento que por ser futuro e incierto puede no llegar a producirse nunca<sup>539</sup>. Sin embargo, la incertidumbre que esa situación de pendencia a la que se daría lugar si la sociedad anunciara al mercado que se reserva tal decisión a la vista de los resultados de la suscripción, tendría muy probablemente la consecuencia no deseada de generar desconfianza de los potenciales suscriptores, que podrían estar tentados de desplazar su preferencia hacia otros productos más seguros.

#### 4. Conclusiones

1. A la vista de las consideraciones realizadas en torno al modo en que el contenido de la norma sobre suscripción incompleta del aumento afecta a los intereses de los sujetos que participan en la operación, la conclusión más clara que puede extraerse es que, mientras que la posibilidad de derogar el régimen legal general que dicha norma concede a la sociedad responde a la tutela del interés de esta última, la protección del interés de los suscriptores es la que está presente en la exigencia legal de que la eventual derogación de aquel régimen sea prevista por la sociedad de manera anticipada, haciéndolo constar expresamente en las condiciones de emisión de las nuevas acciones.

2. Más difícil resulta, sin embargo, identificar el interés presuntamente tutelado por la decisión de que la regla general aplicable por defecto a los casos en los que nada se haya previsto sea la de la ineficacia total de la operación de aumento del capital<sup>540</sup>. Según se ha visto, tanto la ineficacia total del aumento no suscrito por completo, como la eficacia del mismo por la cifra suscrita pueden provocar efectos positivos y negativos sobre los intereses de la sociedad y de los suscriptores. Junto a esto, la dificultad de encontrar la *ratio* del artículo 161 de la

---

<sup>539</sup> Vid. sobre los costes de redacción de un contrato completo, ALFARO, *Interés social y derecho de suscripción preferente*, cit., p. 23 y 27).

<sup>540</sup> Esta dificultad ha llevado a pensar que el más claro valor del precepto sea el de proporcionar seguridad jurídica en cuanto a las consecuencias de la suscripción incompleta del aumento del capital. En este sentido parece manifestarse DE LA CÁMARA (*El capital social*, cit., p. 308) al concluir que "la *ratio* del precepto (art. 161) ha de entenderse limitada a establecer un marco legal de referencia que permita integrar adecuadamente el silencio de la sociedad, (...)".

Ley de Sociedades Anónimas en relación con este aspecto se incrementa por la coexistencia de otra norma en el seno del Ordenamiento jurídico español que prevé una solución radicalmente inversa para el supuesto de hecho paralelo en la sociedad de responsabilidad limitada: el artículo 77 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada prevé la eficacia del aumento incompleto, salvo que la sociedad opte de manera expresa por la ineficacia total. Esta coexistencia normativa da lugar a una cierta falta de lógica interna del sistema, en la medida en que dos soluciones opuestas aplicables a un supuesto de hecho similar conviven en el seno de las formas sociales de tipo capitalista.

Ya hemos dicho en páginas anteriores que la solución de la ineficacia total del aumento se presenta coherente con la solución que resulta más aceptable en el plano más general de la dialéctica entre la ineficacia total o la ineficacia parcial de los negocios jurídicos. Cuando la sociedad acuerda aumentar el capital social y lo hace en una determinada cuantía y no en otra no es descartable presumir que los nuevos recursos procedentes del aumento responden a la consecución de un concreto objetivo o fin práctico, de modo que una cuantía inferior puede no servir ese objetivo. El aumento suscrito sólo en parte es un aumento del capital distinto al que fue acordado y, por ello, la Ley presume que, a menos que la propia sociedad indique lo contrario, ésta carece de interés sobre ese aumento del capital de inferior cuantía, que no queda amparado por la voluntad social manifestada en el acuerdo de aumento del capital precedente.

Ahora bien, esta aparente conformidad de la solución acogida en la norma sobre suscripción incompleta con las líneas generales que inspiran la discusión sobre la ineficacia total o parcial del negocio jurídico, no significa, sin más, que dicha solución resulte ser, en general, la más adecuada al interés de las sociedades. Por un lado, porque la norma no modula su aplicación en función del porcentaje que ha quedado sin suscribir: la regla es la ineficacia del aumento incompleto tanto cuando ha quedado sin suscribir una gran cantidad de las acciones emitidas, como cuando las acciones sobrantes representan una cantidad insignificante en relación con la cifra del aumento acordada. En este



último caso, es difícilmente comprensible que pueda presumirse que, como regla general, la sociedad no conserva ya ningún interés en la realización del aumento y prefiere dejar sin efecto por completo la operación. Por otro lado, porque la presunción de que, en general, la sociedad carece de interés sobre un aumento del capital en inferior cuantía a la acordada hasta el punto de preferir renunciar totalmente al mismo, supone no ponderar adecuadamente los efectos positivos y negativos asociados a la solución de la ineficacia. La valoración de fondo de estos efectos frente a los que pueda provocar la solución contraria de la eficacia del aumento incompleto induce a pensar, precisamente, que, por lo general y salvo excepciones, la sociedad preferirá esta última solución al fracaso total del aumento, de modo que una inversión de la relación "regla general-excepción" contenida en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas en similar sentido a la establecida en el artículo 77 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada puede resultar más acorde con el interés social y la voluntad presumible de la sociedad.

3. Esta conclusión es predicable tanto para las sociedades anónimas cerradas como para las grandes sociedades abiertas. En relación con las cerradas, la regla general de la ineficacia del aumento incompleto puede ser interpretada como un obstáculo legal para la captación de recursos a través del incremento de los fondos propios. No hay que perder de vista que, respecto del modelo paradigmático de sociedad de capital de carácter cerrado —la sociedad de responsabilidad limitada—, el legislador español ha hecho uso de una libertad de la que no gozaba a la hora de diseñar el régimen del aumento incompleto en la sociedad anónima por estar vinculado a la solución impuesta por el Derecho comunitario; y lo ha hecho, precisamente, invirtiendo la solución que estaba prevista en el Derecho europeo y que fue incorporada más tarde al artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas, en favor de la regla general de la eficacia. Así, teniendo en cuenta que el carácter esencialmente cerrado de la sociedad de responsabilidad limitada está ligado a situaciones de infracapitalización, y que dicho carácter determina la existencia de limitaciones legales o, simplemente, de hecho en cuanto a las vías de financiación, la política legislativa ha preferido

proteger el interés de estas sociedades en la obtención de recursos a través del incremento de los fondos propios, facilitando, consecuentemente, la práctica de las operaciones de aumento del capital. Y ello, a cambio de sacrificar otras posibles consideraciones que, quizá, hubieran llevado a adoptar la solución contraria, como son, las maniobras abusivas de la mayoría a través de la técnica del aumento del capital o la conexión entre la cifra del aumento acordada y el fin práctico de la operación<sup>541</sup>. Pues bien, por las mismas razones, este mismo espíritu *facilitador* podría predicarse también respecto de las sociedades anónimas cerradas (sobre todo, de las *pequeñas* sociedades anónimas cerradas), que no presentan demasiadas diferencias con las limitadas en cuanto a la estructura financiera y la base subjetiva que compone la corporación<sup>542</sup>.

En cuanto a las grandes sociedades abiertas, tampoco es fácilmente imaginable que, por lo general, la sociedad prefiera dejar sin efecto el total de la operación ya ejecutada por falta de íntegra suscripción. Más allá de las consecuencias negativas para la sociedad que puede tener el hecho de que el aumento no se haya cubierto por completo (que son independientes de la validez

---

<sup>541</sup> Es conveniente recordar que, precisamente, la diferencia entre las pequeñas y medianas sociedades que no se benefician del mercado de capitales para obtener financiación y las grandes sociedades abiertas fue utilizada como argumento por el legislador francés en el momento de elaborar la norma originaria sobre suscripción incompleta en la Ley de Sociedades Comerciales de 1966 (art. 185). Así, la *escindibilidad* del aumento, es decir, al posibilidad de dar eficacia al aumento no suscrito por completo, se consideró una solución conveniente para las pequeñas y medianas sociedades, mientras que la *inescindibilidad*, o ineficacia total del aumento incompleto, se entendió como la regla más favorable a los suscriptores de las sociedades que apelan al ahorro público (*vid. supra* Capítulo 1º, III, 2.2.1.2.), optándose finalmente por la tutela de estos últimos. No obstante, tras acogerse finalmente la regla de la inescindibilidad en el citado artículo 185 de la Ley de Sociedades Comerciales de 1966, esta regla sufrió numerosas críticas, tanto por parte de los operadores económicos, como por la propia doctrina mercantil, que veían en esta solución un freno legal no suficientemente justificado a la financiación de la sociedad con reforzamiento de fondos propios (*vid. supra* Capítulo 1º, IV, 1.2.).

<sup>542</sup> *Vid.*, GUADARRAMA LÓPEZ, *Las sociedades anónimas*, cit., p. 163 y ss., quien destaca que en la mayoría de las ocasiones, sobre todo si es una pequeña sociedad anónima cerrada, se presenta una concurrencia entre el tipo societario de la sociedad anónima cerrada y la sociedad de responsabilidad limitada dentro del mismo plano económico-empresarial. Este fenómeno "se suscita debido a que las personas tienen una doble vía para constituir una sociedad de corte capitalista con aspectos personalistas: una legal, a través del tipo societario de la SRL y otra estatutaria por conducto de la SA con cláusulas restrictivas de la transmisión de acciones. Con las dos posibilidades se persigue un objetivo similar, al tiempo que se quieren solventar idénticas cuestiones" (*op. loc. ult. cit.*, p. 163).

o invalidez jurídica de la operación), la ineficacia total y absoluta de una operación de aumento del capital tiene un coste que es directamente proporcional al valor invertido en la puesta en marcha de la operación, coste que aumentará si dicha operación formaba parte de una operación de saneamiento o se encontraba conectada —legal o voluntariamente— a otras operaciones de la misma o de diferente naturaleza. Así, difícilmente una gran sociedad abierta se arriesgará a llevar a cabo una operación de ampliación del capital —sobre todo si se realiza con oferta pública— de no tener un alto grado de confianza en el éxito de la misma, llegando a ser muy elevada la cantidad de fondos invertidos en el diseño y en la colocación de la misma con vistas lograr la íntegra suscripción. Estos datos conducen a presumir que, en el caso —por otro lado, infrecuente en este tipo social— de que la emisión quede sin suscribir en su totalidad<sup>543</sup>, la sociedad preferirá aceptar la eficacia de la operación en la cantidad inferior suscrita a tener que hacer pública la ineficacia (el artículo 161.2 de la Ley de Sociedades Anónimas obliga a publicar dicha circunstancia en el Boletín Oficial del Registro Mercantil) y devolver las aportaciones realizadas por los suscriptores, sin poder resarcirse, siquiera, de los gastos originados por la puesta en marcha de la operación<sup>544</sup>.

4. A la vista de estos argumentos, es posible concluir que la regla general de la ineficacia total de los aumentos del capital no suscritos por completo no ofrece *de facto* una adecuada tutela del hipotético interés de la sociedad, de modo que si, en efecto, existió una intención de tutelar con preferencia el interés social ante el caso de una suscripción incompleta, la opción final en favor de esta regla

---

<sup>543</sup> La experiencia demuestra que es extraño encontrar supuestos de falta de íntegra suscripción en aumentos de capital de grandes sociedades abiertas con oferta pública, y que lo normal (o, al menos, lo habitual cuando la operación esta bien diseñada) es que se produzca la situación contraria, esto es, un exceso de suscripciones sobre el volumen de acciones ofertado.

<sup>544</sup> Prueba de que la ineficacia total no es acorde, como regla general, con el interés de estas sociedades, es la constatación de que la práctica viene *corrigiendo* de hecho la solución contenida en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas, hasta el punto de que es casi imposible encontrar un aumento del capital con oferta pública en el que no se haya previsto la eficacia del mismo en caso de suscripción incompleta entre las condiciones de emisión de las nuevas acciones incorporadas al folleto informativo de emisión.

general no ha sido la solución más adecuada. Si acaso, el más claro interés que puede verse favorecido por la regla general de la ineficacia sea el de los suscriptores cuando actúan como simples inversores, en la medida en que se interprete que la falta de cobertura de la emisión indica una falta de confianza del mercado en la calidad de la emisión y un excesivo el precio fijado en la oferta. Así, los suscriptores pueden contar con la confianza de que, en estas circunstancias, y a menos que se les advierte expresamente de lo contrario, su compromiso para con la sociedad quedará cancelado y ésta les devolverá las cantidades ya desembolsadas. No obstante, aun considerando justificable esta medida de protección, es dudoso que el Derecho de sociedades sea la sede adecuada desde la que afrontar la tutela de dicho interés<sup>545</sup>.

---

<sup>545</sup> Partiendo de que el Derecho del Mercado de Valores constituye, aún hoy, el régimen legal con el que intentan superarse las deficiencias del Derecho de Sociedades en relación con la gran sociedad abierta (en especial, con la sociedad cotizada), y de que, en este contexto, su finalidad preponderante es la tutela del *inversor* por encima de la tutela de los accionistas y de los socios minoritarios accionista (SÁNCHEZ CALERO, *La sociedad cotizada en Bolsa*, cit., p. 63 y ss.), podría afirmarse, quizá, que la norma sobre la suscripción incompleta del aumento del capital constituye uno de los elementos de conexión entre esos dos sectores del régimen jurídico, incorporando al Derecho de Sociedades uno de los principios o finalidades típicas del Derecho del Mercado de Valores.

### III. EL JUEGO DE LA AUTONOMÍA DE LA VOLUNTAD EN EL MARCO DE LA ACTUAL NORMATIVA

La determinación de los intereses que, a nuestro juicio, presuntamente tutela la norma sobre la suscripción incompleta del aumento del capital permite abordar la cuestión del grado de libertad que, no obstante el tenor literal del precepto, cabe reconocer a la sociedad para disponer de las consecuencias derivadas de esta eventualidad de un modo distinto del previsto en la Ley. Al respecto se ha indicado que, en la medida en que no se vulnere el fin último que esta norma persigue, debe reconocerse a la sociedad cierto espacio de maniobra que le permita valorar la conveniencia de actuar de un modo diferente del previsto en la Ley, habida cuenta de que la falta de total cobertura de la ampliación constituye una circunstancia que, por encima incluso de otros posibles intereses afectados, incide de manera negativa en las expectativas de la sociedad que acuerda el aumento<sup>546</sup>. En efecto, el reconocimiento de este espacio de maniobra, aunque limitado en virtud de la *ratio* de la norma, puede ser necesario para lograr un mayor equilibrio de los intereses en juego, ya que, según hemos visto, ni el fracaso absoluto del aumento del capital como regla general aplicable por defecto, ni tampoco la necesidad de prever con anticipación las consecuencias que habrá de tener una eventual suscripción incompleta (que no se sabe si se producirá o no, o en qué porcentaje sobre el total emitido) resultan ser soluciones enteramente satisfactorias para los intereses de la sociedad emisora.

Así, tres han sido las cuestiones que han captado la atención del escaso número de autores que se han ocupado del tema: en primer lugar, la licitud de las cláusulas estatutarias sobre suscripción incompleta que inviertan la relación normativa entre la regla general y la excepción, en segundo lugar, la posibilidad de que la sociedad condicione la eficacia del aumento incompleto a la obtención de una cantidad mínima de suscripciones, y, en fin (y sobre todo), si la sociedad puede todavía influir *ex post* sobre la suerte del aumento no suscrito por

---

<sup>546</sup> SACRISTÁN REPRESA, "El aumento del capital", *cit.*, p. 285.

completo, adoptando la oportuna decisión una vez verificado el acaecimiento de dicha circunstancia.

### **1. Las cláusulas estatutarias sobre suscripción incompleta**

1. Según ha quedado visto, el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas permite a la sociedad evitar la aplicación de la regla general de la ineficacia del aumento del capital no suscrito íntegramente siempre que se prevea expresamente en las “condiciones de emisión” la eficacia de un eventual aumento incompleto. De la literalidad del precepto parece desprenderse, pues, que la derogación por parte de la sociedad de esta solución general (la ineficacia) en favor de la excepción (la eficacia) debe realizarse caso por caso, esto es, con carácter particular para cada aumento del capital acordado.

Sobre esta base, una de las cuestiones interpretativas a plantear es si la llamada “cláusula de suscripción incompleta” que permite salvar la eficacia del aumento del capital en estas circunstancias puede figurar en los Estatutos sociales. De este modo, en vez de tener que prever caso por caso en las condiciones de emisión la eficacia del aumento incompleto como único medio de salvar la operación, la derogación de la solución legal de la ineficacia adquiriría carácter general para todo aumento del capital que en el futuro pudiera ser acordado, invirtiéndose, así, por vía estatutaria la solución legal. La ventaja de tales cláusulas estatutarias reside en el hecho de que, de esta forma, la sociedad evita estar sometida a soportar un fracaso no deseado de las operaciones de aumento que pueda llevar a cabo por falta de una oportuna previsión de la suscripción incompleta, habida cuenta de que la ausencia de esta previsión puede deberse a un simple olvido o a unas favorables perspectivas sobre la íntegra cobertura de la emisión (que después pueden no cumplirse), y no a una auténtica voluntad de la sociedad de optar por el “todo o nada”<sup>547</sup>.

---

<sup>547</sup> Como ya indicábamos, conforme a una hipótesis realista, el fracaso total del aumento del capital por falta de íntegra suscripción constituirá, por lo general, una consecuencia más desfavorable para la sociedad que la eficacia del mismo en la cuantía suscrita, sobre todo cuando

2. Con particular referencia a la sociedad de responsabilidad limitada se ha sostenido que la relación "regla-excepción" prevista en el artículo 77 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada (que, como es sabido, es, justamente, la contraria que la establecida en la Ley de anónimas) no puede invertirse con carácter general para todas las operaciones de aumento del capital a través de una previsión en este sentido incluida en los Estatutos sociales<sup>548</sup>. En otras palabras, supuesto que este precepto establece la *escindibilidad* del aumento incompleto como regla general y la *inescindibilidad* como excepción cuando la sociedad haya optado por esta última solución de manera expresa en el acuerdo de aumento, habría que considerar nula por contraria a la Ley una cláusula estatutaria que estableciera la *inescindibilidad* como la regla general aplicable por defecto a todos los aumentos del capital social futuros que la sociedad decidiera llevar a cabo.

El principal fundamento que sustenta esta opinión reside en la función o finalidad de esa norma. Como ya se puso de manifiesto, en el ejercicio de una libertad de la que no se disponía para las sociedades anónimas, la redacción de la norma sobre el aumento incompleto en las sociedades limitadas respondió a una opción deliberada de política legislativa, en virtud de la cual se pretendió facilitar la práctica y el buen fin de las operaciones de aumento del capital como medio de reforzamiento de los fondos propios (en una forma social que, además,

---

la cifra que ha quedado sin suscribir es porcentualmente muy pequeña en relación con el total emitido (ha de recordarse que la norma se muestra extremadamente rígida en este aspecto, al no modular las consecuencias en función de la cuantía no suscrita y sancionar con la ineficacia total y absoluta del aumento la falta de íntegra suscripción sea cual sea el número de acciones sobrantes). Así, mediante la inversión por vía estatutaria de la relación "regla general-excepción" prevista en el artículo 161, la sociedad quedaría protegida frente a fracasos no deseados de operaciones de aumento a causa de la referida circunstancia, teniendo siempre la posibilidad de optar por la ineficacia total de la operación (mediante la oportuna previsión en las condiciones de emisión de cada aumento) cuando entienda que el importe de la ampliación acordado y emitido constituye el mínimo de capitalización necesario en función del fin o propósito práctico de esa concreta operación.

<sup>548</sup> ROJO, "El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada", *cit.*, p. 855; le sigue SÁNCHEZ GONZÁLEZ, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital social", *cit.*, p. 289..

se enfrenta con frecuencia a situaciones de infracapitalización) en contrapartida al veto legal de recurrir a determinadas vías de financiación, posibles, sin embargo, para las sociedades anónimas. Aunque la propia Ley flexibiliza esta opción al permitir a la sociedad limitada derogar la regla de la eficacia del aumento incompleto con carácter particular para cada aumento, el respeto a aquella finalidad no resultaría compatible con la admisión de cláusulas estatutarias por las que se derogara dicha regla de manera generalizada, decretando la ineficacia de todas las operaciones de aumento del capital que la sociedad decidiera llevar a cabo en el futuro siempre que aquéllas no fueran íntegramente asumidas y desembolsadas.

La consecuencia inmediata que se extrae de la opinión expresada es que el artículo 77 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada pertenece a ese "imprescindible mínimo imperativo" presente en este cuerpo legal (*vid.* la Exposición de Motivos, II.3)<sup>549</sup>. No obstante, que la medida contenida en el referido precepto constituye, en sí misma, un instrumento débil para lograr esa pretendida finalidad de incremento de los fondos propios en esta forma social, habida cuenta, entre otras razones, que la propia Ley permite optar por la ineficacia del aumento incompleto. De este modo, quizá, no esté del todo justificado privar a los socios de la posibilidad de adaptar la solución normativa a sus intereses por medio de la oportuna cláusula estatutaria. Así, no hay que olvidar que la inversión de la relación entre la regla general y la excepción que se contiene en el artículo 77 por medio de la correspondiente cláusula estatutaria (reproduciéndose, de este modo, la solución del artículo 161

---

<sup>549</sup> Es de sobra conocido que una de las pretensiones del legislador en la elaboración de la Ley 2/1995 de Sociedades de Responsabilidad Limitada ha sido la de flexibilizar el régimen jurídico de esta forma social y ampliar, así, el grado de autonomía de la voluntad de los socios para poder "adecuar el régimen aplicable a sus específicas necesidades y conveniencias" (Exposición de Motivos II.3). Esta declaración de intenciones presente en la Exposición de Motivos de la referida Ley "permite fundar la presunción de que las normas contenidas en la Ley de Sociedades Limitadas son o deben considerarse, en principio, dispositivas, si en ellas no se advierte otra cosa, o si del sentido y fin de la ley no se puede deducir su naturaleza imperativa (EMBID IRUJO/MARTÍNEZ SANZ, "Libertad de configuración estatutaria", *cit.*, p. 22). En relación con la norma que contemplamos, y dado que en la misma no se encuentra presente una "cláusula de salvedad" reconociendo a los socios la posibilidad de disponer en los Estatutos sociales del contenido del precepto, la cesión de la presunción de dispositividad en favor de su pertenencia al "imprescindible mínimo imperativo" estaría, en su caso, fundamentada en la finalidad legislativa indicada y no en los siempre discutidos "principios configuradores" del tipo, que resultan ajenos al contenido del artículo 77 de la Ley de sociedades limitadas (así, ROJO, "El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada", *cit.*, p. 852, al indicar que "no debe apreciarse la existencia de un rasgo tipificador específico de la sociedad de responsabilidad limitada" en la inversión de la solución normativa respecto de la establecida en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas).



de la Ley de Sociedades Anónimas) puede servir de instrumento de protección de la minoría frente a posibles maniobras expropiatorias por parte de la mayoría típicas de sociedades cerradas, sobre todo, si en la cláusula estatutaria se prevé un reforzamiento del *quorum* de mayoría exigible para optar en el acuerdo de aumento por la eficacia del mismo en caso de desembolso incompleto.

3. A poco que se observe, es posible advertir que el argumento utilizado para negar la validez de dichas cláusulas estatutarias en la sociedad de responsabilidad limitada no resulta trasladable al ámbito de la sociedad anónima. En esta forma social la regla en materia de aumento incompleto es, justamente, la contraria que la establecida legalmente para la sociedad limitada, por lo que no puede cumplir la misma función. Aún así, la diferencia existente entre el contenido de las normas sobre aumento incompleto en los regímenes legales aplicables a una y otra forma social no es óbice para que el problema de la validez de las cláusulas estatutarias que inviertan la solución que en cada caso corresponde por Ley deba recibir la misma respuesta.

En efecto, aunque con distinto fundamento, la existencia de cláusulas estatutarias que inviertan el contenido de la norma sobre suscripción incompleta del aumento debe quedar también proscrita en el ámbito de la sociedad anónima<sup>550</sup>. La razón principal que sostiene esta afirmación reside en el interés que, a nuestro juicio, resulta protegido de manera más clara por la solución de la regla general de la ineficacia del aumento no suscrito por completo aplicable a la sociedad anónima. Esta solución no es desligable del hecho de que la sociedad anónima constituye la forma social orientada a la gran empresa, de amplia y plural base accionarial y con vocación de recurrir al ahorro público en el mercado de capitales como medio de obtener financiación. En este contexto, y como ha de recordarse, la regla general de la ineficacia del aumento en caso de falta de total cobertura de la emisión (con la consiguiente obligación de devolver a los

---

<sup>550</sup> Así, ROJO, voz "Aumento del capital social", *cit.*, p. 664, declarando que el carácter imperativo del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas impide que los Estatutos sociales puedan modificar o suprimir dicha norma estableciendo, por ejemplo, una alteración del juego regla-excepción previsto en el precepto o habilitando a los administradores para decidir lo más conveniente a la vista de los resultados de la suscripción.

suscriptores en un breve plazo legal el importe de sus aportaciones) protege de manera preferente, frente a otros posibles intereses en juego, el interés de los suscriptores en su faceta de inversores. Protección que, a a este respecto, se traduce en la confianza en la recuperación de lo invertido (evitando, de paso, la repercusión sobre sus economías de los probables efectos económicos negativos derivados del fracaso de la operación) si la acogida de la operación por el mercado ha sido tan desfavorable que no ha llegado, ni tan siquiera, a cubrirse el total de la emisión<sup>551</sup>.

Junto a argumentos tales como la literalidad del artículo 161 y el carácter preferentemente imperativo del régimen en el que este precepto se inserta, la consideración del referido interés refuerza, así, la idea de que la sociedad no puede optar en los Estatutos sociales por la eficacia del aumento incompleto, haciendo de lo que en la norma se prevé como excepción (la eficacia del aumento incompleto) la regla general aplicable por defecto a todas las operaciones de aumento del capital que la misma decida llevar a cabo. El que la Ley establezca expresamente que la derogación del régimen legal general y que la consiguiente opción por la eficacia del aumento no suscrito íntegramente deba incluirse en las *condiciones de la emisión*, no es una previsión ociosa desde la perspectiva de la tutela de aquél interés. Las condiciones de emisión integran las condiciones en las que se basa la oferta que la sociedad dirige a los potenciales suscriptores y, en la medida que se asemejan a verdaderas condiciones contractuales, constituyen el medio más adecuado para dar a conocer a éstos las consecuencias de una eventual falta de cobertura de la emisión: si nada se dice en ellas, los suscriptores quedan protegidos por la norma y no tendrán que

---

<sup>551</sup> Téngase en cuenta que la experiencia española de los últimos años muestra que en las emisiones públicas y OPVs la demanda de títulos ha superado con creces el volumen ofertado, de modo que ha sido necesario acudir al prorrateo como fórmula de ajuste de oferta y demanda. De hecho, tanto se ha dado esta circunstancia que ha sido habitual por parte de los inversores (aconsejados muchas veces por los intermediarios financieros) solicitar un número de títulos superior al ~~de~~ ofrecido en realidad para que este último no se viera reducido por efecto del previsible prorrateo. La "tragedia" para estos inversores sobreviene en el caso de que la emisión no llegue después ni tan siquiera a cubrirse, y queden obligados a quedarse con el volumen de acciones solicitado en una operación respecto de la cuál el mercado a mostrado su desconfianza.

soportar las consecuencias económicas adversas derivadas el fracaso de la operación; si la sociedad desea vincular a los suscriptores en estas circunstancias deberá, entonces, anunciarlo expresamente en las condiciones de la oferta. La generalización de esta última opción a través de una cláusula estatutaria supone, a nuestro juicio, una rebaja en el grado de protección ofrecido por la norma, habida cuenta de que, en las sociedades anónimas, los aumentos del capital con emisión de nuevas acciones son, por razón del tipo social, operaciones con vocación de desarrollarse en el mercado atrayendo a terceros no socios que, por lo común, desconocen el contenido de los Estatutos sociales cuando adoptan la decisión de invertir<sup>552</sup>.

En realidad, a nuestro juicio —y aunque sólo sea a modo de propuesta de *lege ferenda*— la respuesta más adecuada a la cuestión de la libertad estatutaria en relación con el contenido de las normas sobre aumento incompleto debe hacerse depender, como tantos otros aspectos del régimen jurídico, no tanto de la concreta forma social, sino del *tipo* de sociedad de capital ante el que nos encontremos<sup>553</sup>. En atención a ello, es aquí de recibo la idea de que, con independencia de si la forma social se corresponde con la anónima o con la limitada, en sociedades cerradas que presentan rasgos personalistas (de hecho o de derecho) y que no

---

<sup>552</sup> Con razón se ha indicado que, a la hora de decidir si una norma legal puede ser derogada o modificada por una disposición estatutaria (cuando aquélla no contiene una "cláusula de salvedad" expresa), es necesario indagar sobre cuál es el interés protegido por la norma. Así, no cabrá disposición estatutaria en contra cuando la norma legal tutele directamente intereses de socios o de terceros (ROJO, "La facultad de cooptación", *cit.*, p. 393, nota 40). No hay que olvidar, además, que el régimen aplicable a las emisiones públicas refuerza la protección de los suscriptores al obligar a la sociedad emisora a indicar en el preceptivo folleto las consecuencias que *en todo caso* se derivarán de una eventual suscripción incompleta *conforme a lo previsto en el artículo 161 LSA* (Modelo de Folleto del Anexo A, Capítulo II.13.1 de la Orden Ministerial de 13 de julio de 1993). En estas circunstancias, resulta superfluo que la sociedad disponga de una cláusula estatutaria en el sentido indicado, puesto que en el folleto debe hacer mención expresa de la solución (eficacia o ineficacia) que se ha elegido en el caso de que la concreta emisión amparada por el folleto no llegue a suscribirse en su totalidad. Así, en nuestra opinión —con fundamento en el artículo 17.1 del Real Decreto 291/1992 sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores—, en caso de que el folleto no contuviere información al respecto (caso más que improbable, dado el carácter preceptivo de tal información), la sociedad emisora no podría pretender la vinculación de los suscriptores de buena fe respecto a la suscripción efectuada alegando la existencia de una cláusula estatutaria que prevé con carácter general la eficacia de los aumentos de capital que la sociedad pueda acordar.

<sup>553</sup> Sobre la relación entre *forma social* —entendida ésta como *estructura jurídica* de organización de la sociedad— y *tipo social* —entendido como *modelo ideal* de empresa—, *vid.* ROJO, "La sociedad anónima como problema", *cit.*, p. 79 y ss. (y ya antes en *RDM*, 1988, p. 7 y ss.)

recurren al ahorro público para obtener financiación, no debe haber demasiados inconvenientes a la hora de admitir un mayor margen de capacidad de autorregulación por vía estatutaria, en la medida en que se trate de circunstancias que proyecten sus efectos en el ámbito interno de la sociedad sin afectar a intereses individuales de los socios o intereses de terceros dignos de tutela. Así, en lo que aquí interesa, hay que tener en cuenta que en este tipo de sociedades (las cerradas) los aumentos de capital son suscritos/asumidos por los propios socios y, todo lo más, por personas individualizadas o concretos colectivos con los que se pacta el ingreso en la sociedad. En cambio, respecto de las sociedades abiertas y, en especial, en las sociedades cotizadas, debe defenderse una mayor rigidez o imperatividad del régimen legal a fin no desmerecer la protección de ciertos intereses que trascienden del ámbito societario interno como son, entre algunos otros, los de los socios-inversores y de los terceros-acreedores<sup>554</sup>. Junto a ésto, no hay que olvidar que la actuación de estas sociedades en los mercados de valores exige que cualquier respuesta a la cuestión de la libertad estatutaria tenga presente las especiales exigencias y los principios que informan el Derecho del Mercado de Valores, que, en ocasiones, pueden mostrarse incompatibles con ciertas soluciones estatutarias<sup>555</sup>. En este contexto, y habida cuenta de que la solución que se dé al problema de la suscripción incompleta afecta de una manera directa e importante a los intereses de los accionistas-inversores, la protección que el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas les brinda no puede degradarse por virtud de la inclusión de cláusulas estatutarias.

## **2. El sometimiento de la eficacia del acuerdo de aumento a condición voluntaria: las cláusulas de suscripción mínima**

1. Al lado de la anterior, otra de las cuestiones interpretativas que se han planteado en relación con la norma sobre suscripción incompleta se refiere a la posibilidad de que la sociedad condicione la decisión en favor de la eficacia del

---

<sup>554</sup> Vid., al respecto, GUADARRAMA LÓPEZ, *Las sociedades anónimas*, cit., p. 101-104. Se ha indicado con acierto que la Ley de Sociedades Anónimas se asemeja al "lecho de Procusto", puesto que "resulta excesivamente amplia para la mayoría de las sociedades anónimas cerradas —a las que se fuerza con el cumplimiento de algunas normas imperativas innecesarias— y, por el contrario, insuficiente y corta para las sociedades cotizadas" (SÁNCHEZ CALERO, *La sociedad cotizada en Bolsa*, cit., p. 74).

<sup>555</sup> Vid., EMBID IRUJO/MARTÍNEZ SANZ, "Libertad de configuración", cit., p. 14-16.

eventual aumento incompleto a la obtención de un volumen mínimo de suscripciones sobre el total de las acciones emitidas<sup>556</sup>.

2. Ya hemos indicado que uno de los aspectos criticables de la norma reside en que la misma no modula la solución adoptada en función del volumen o porcentaje que ha quedado sin suscribir. La rotunda rigidez de la norma en este aspecto puede llegar a producir un perjuicio para los intereses de las partes presentes en la operación (especialmente, para el interés de la sociedad): si no se previó la suscripción incompleta (por haberse confiado, por ejemplo, en que se produciría la total cobertura), la operación de aumento quedará en su conjunto sin efecto incluso aunque la cantidad de nuevas acciones que ha quedado sin suscribir represente un volumen insignificante en relación con el total de la emisión; y, al contrario, si la sociedad previó en las condiciones de emisión la eficacia del eventual aumento incompleto, pero la cantidad finalmente suscrita es tan pequeña que no llega a cubrir las expectativas mínimas de capitalización, la sociedad estará obligada a realizar la operación por la parte suscrita aunque ésta

---

<sup>556</sup> El condicionamiento de la eficacia de la oferta de suscripción a que se consiga un mínimo de suscripciones se asemeja a la ya mencionada "*minimum-maximum*" *underwriting* —o "*mini-maxi*" *offering*— presente en la práctica de los mercados norteamericanos. Mediante esta fórmula la entidad encargada de colocar la emisión entre el público realiza —de acuerdo con el emisor— la oferta condicionando su mantenimiento a que un cierto número mínimo de los valores que integran el total de la emisión sea suscrito antes de que transcurra un determinado período de tiempo. Así, a menos que un mínimo especificado de valores hayan sido suscritos o vendidos antes de una determinada fecha, la oferta quedará cancelada y no tendrán eficacia las suscripciones u órdenes de compra recibidas hasta ese momento o que puedan recibirse después. Por el contrario, una vez que se han realizado suscripciones por el número mínimo, la entidad colocadora debe, con todo, continuar intentando la colocación de los restantes valores hasta el número máximo de los emitidos. La "*mini-maxi*" *offering* constituye, en realidad, una variante de la actividad de simple colocación ("*best-efforts*" *underwriting*) en la que la entidad financiera no asume obligación de aseguramiento y sólo se encarga de colocar los valores en el mercado por cuenta del emisor poniendo a su disposición su infraestructura administrativa, financiera y publicitaria. Al margen de las implicaciones que esta modalidad de ofrecimiento tiene en relación con la eficacia de la oferta para el emisor y los inversores, lo significativo es que la suscripción del mínimo señalado en el contrato de colocación es condición también de la efectiva conclusión del mismo entre el emisor y la entidad financiera y, en consecuencia, la que le da derecho a percibir su comisión (sobre esta técnica, *vid.*, D'ALIMONTE, "The Letter of Intent", *cit.*, p. 92; FERNÁNDEZ DE ARAOZ, "Artículo 30. Entidades colocadoras y comercializadoras", *cit.*, p. 848).

no resulte en absoluto útil con arreglo a la finalidad práctica inicial o al plan alternativo<sup>557</sup>.

3. Ciertamente, aunque el precepto que analizamos nada señala en relación con la posibilidad apuntada, la fijación por parte de la sociedad en las condiciones de la emisión de una determinada cifra mínima de suscripción junto al compromiso de aceptar la eficacia de un eventual aumento incompleto, puede resultar una solución adecuada para flexibilizar la aplicación de dicha norma sin violentar su contenido, y lograr un mayor equilibrio de los intereses de las partes sin menoscabo de la protección que aquélla les otorga<sup>558</sup>. De esta manera, junto a la cantidad óptima que está representada por la cifra de aumento acordada, la sociedad fija el mínimo de capitalización requerida en función de los fines u objetivos que motivan la operación, estableciendo la barrera cuantitativa por debajo de la cual la operación pierde su racionalidad económica y no encuentra

---

<sup>557</sup> El precepto español contrasta en este punto con su homólogo francés, único que modula las aplicación de las consecuencias jurídicas previstas legalmente en función de los porcentajes que han quedado sin suscribir o han sido suscritos (*cfr.* art. L. 225-134 *Code de Commerce*). Así, al lado de la posibilidad de que los administradores limiten —en cualquier caso y sin necesidad de previsión alguna— el aumento a la cantidad suscrita cuando el volumen no suscrito sea inferior al 3% del total ofertado, la propia norma condiciona la posibilidad de que el aumento incompleto resulte eficaz, no sólo a la expresa previsión de la Junta, sino también a que la cantidad efectivamente suscrita alcance, al menos, las tres cuartas partes del aumento acordado. Si la suscripción no alcanza este porcentaje legal, el aumento no podrá realizarse bajo ninguna circunstancia. Esta medida —que parece mostrar cierta continuidad con el régimen anterior derogado y algún recelo del legislador francés a la hora de admitir la eficacia de aumentos de capital no suscritos por completo (TARANTINO, "Aumento non integralmente sottoscritto", *cit.*, p. 600, nota 16)— ha recibido más críticas que alabanzas por parte de la doctrina. Estas críticas aluden al carácter arbitrario de tal medida y a la imposición de un obstáculo añadido y no justificado —habida cuenta de que ningún porcentaje mínimo de suscripción venía exigido por el artículo 28 de la Segunda Directiva— para el reforzamiento de los fondos propios (*vid. supra* Capítulo 1º, IV, 1.2.).

<sup>558</sup> En este sentido se manifiesta la totalidad de los autores que se han ocupado de este tema, que encuentran en ésta una fórmula que beneficia los intereses de la sociedad sin perjudicar los intereses de los suscriptores. Así, entre otros, CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", *cit.*, p. 771-772; SACRISTÁN REPRESA, "El aumento del capital", *cit.*, p. 284-284; ROJO, "El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada", *cit.*, p. 855; MACHADO PLAZAS/MERCADAL VIDAL, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital social", *cit.*, p. 784; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital social", *cit.*, p. 288; con relación al texto del artículo 28 de la II Directiva, TARANTINO, "Aumento non integralmente sottoscritto", *cit.*, p. 613; en relación a la interpretación de las normas existentes en los diferentes ordenamientos extranjeros, VENTURA, *Alterações do contrato de sociedade*, *cit.*, p. 173.

justificación o acomodo desde la perspectiva del interés social. La previsión de la eficacia del eventual aumento incompleto junto al condicionamiento de la misma a la consecución de una determinada cifra mínima tiene, así, para la sociedad una ventaja indudable, ya que la sociedad queda protegida simultáneamente frente a dos posibles contingencias no deseadas: tener que soportar el fracaso absoluto de la operación de aumento por falta de la completa suscripción, y estar obligada a realizar un aumento del capital que, por exiguo, ha perdido su razón de ser<sup>559</sup>. A la vez, en la medida en que la cifra mínima de suscripción requerida para la eficacia del aumento incompleto figure junto a la previsión en este último sentido en las condiciones de la emisión, los intereses de los suscriptores tampoco resultan perjudicados por dicha posibilidad. Al contrario, y teniendo en cuenta que la Ley —previo aviso en este sentido— permite a la sociedad vincular a estos últimos respecto de la suscripción efectuada, incluso en el caso límite de que el resultado global de la misma sea cuantitativamente insignificante, el condicionamiento de la eficacia de un eventual aumento incompleto a la obtención de una cierta cantidad mínima de suscripciones garantiza a los suscriptores que, a pesar de haber quedado incompleto, el aumento sólo se realizará cuando el éxito de la emisión sea un éxito “razonable”, en cuanto avalado por la obtención de aquella cantidad mínima. Además, de este modo —y simultáneamente—, se asegura a los suscriptores que los fondos aportados (por suficientes) serán invertidos productivamente en fines u objetivos necesarios o convenientes al interés de la sociedad receptora de los mismos.

En cualquier caso, ha de tenerse en cuenta que la previsión de suscripción incompleta, pero condicionando la validez de la misma a la consecución de un mínimo de suscripciones no será suficiente para hacer posible la inscripción anticipada del acuerdo de aumento en el Registro Mercantil según lo establecido en el artículo 162.2 de la Ley de Sociedades Anónimas. Según este precepto, que ha de comprenderse

---

<sup>559</sup> Frente al origen legal de la condición de la integra suscripción implícita en el contenido del artículo 161 de la Ley de anónimas, el establecimiento por la sociedad en las condiciones de emisión de esta cifra mínima de suscripciones constituye una auténtica *condición voluntaria* (a la que quedan sometidos los efectos propios y definitivos del acuerdo de aumento, y que, en cuanto tal, puede servir para incorporar a la causa del negocio las motivaciones o propósitos prácticos que han inducido a su realización).

bajo la relación implícita que mantiene con el contenido del artículo 161, sólo se permite la inscripción anticipada cuando la previsión de suscripción incompleta sea pura e incondicionada, puesto que lo que se trata de impedir es que accedan al Registro acuerdos de aumento del capital que, después, puedan quedar sin efecto como consecuencia del fracaso de su ejecución por insuficiencia de suscripciones. En nuestra opinión, el texto del artículo 162.2 en lo que se refiere a la necesidad de previsión de la suscripción incompleta ha de ser interpretado en sentido estricto, esto es, de acuerdo con lo que textualmente dice el artículo 161, que no contempla espresamente la posibilidad de condicionamientos a cantidades mínimas de suscripción. La necesidad de una interpretación restrictiva se encuentra motivada, a nuestro juicio, por el hecho de que, según declara el propio artículo 162.2, la inscripción anticipada es una *excepción* frente al sistema general de la inscripción simultánea, de modo tal que los requisitos o circunstancias para que aquella pueda tener lugar han de ser interpretados también restrictivamente<sup>560</sup>.

### **3. La posibilidad de postergar la decisión sobre la eficacia o ineficacia del aumento al momento de la constatación de la falta de la íntegra suscripción**

Más difícil que la cuestión precedente se presenta la relativa a la posibilidad de que la decisión sobre las consecuencias que ha de tener el hecho de la incompleta suscripción sobre la eficacia del aumento y las correspondientes suscripciones sea adoptada por la sociedad una vez que se ha cerrado el plazo de suscripción y a la vista de los resultados de la suscripción. Como ya se ha indicado en repetidas ocasiones, uno de los rasgos característicos de las normas sobre aumento incompleto —tanto respecto de las sociedades anónimas, como respecto de las sociedades limitadas— es, precisamente, el de obligar indirectamente a que la referida decisión se adopte de manera anticipada a la constatación del acaecimiento de un supuesto de hecho que es eventual e incierto. Frente a esta opción legal, la posibilidad que ahora se cuestiona tiene la ventaja de permitir la optimización de tal decisión y la eliminación de los riesgos de error asociados a toda previsión de soluciones para situaciones futuras e

---

<sup>560</sup> Vid., en relación con la interpretación restrictiva de disposiciones normativas “excepcionales” y sus límites, LARENZ, *Metodología*, cit., p. 350-353.



inciertas, puesto que aquélla se basará en los datos reales que arroje la situación fáctica ya producida<sup>561</sup>.

A pesar de la ventaja que, en ocasiones, puede suponer para la sociedad gozar de la posibilidad de disponer *a posteriori* de la solución para el problema de la suscripción incompleta, se advierte que la misma choca inicialmente con el tenor literal de la norma (que basa dicha solución en lo que la sociedad haya decidido —por acción o por omisión— en el contenido de las condiciones de emisión), así como con el espíritu que, de manera más clara, motivó el definitivo texto legal del artículo 28 de la Segunda Directiva, y que es, como se sabe, la protección del interés de los suscriptores en disponer de una información anticipada y segura sobre las consecuencias que tal eventualidad tendrá sobre el mantenimiento de la suscripción por ellos efectuada.

Pese a todo, cabe aún preguntarse si ambas circunstancias —letra y espíritu— precluyen todo margen de actuación de la sociedad en el sentido anunciado, o si ésta puede hacer uso de determinados instrumentos jurídicos que le permitan "volver sobre sus propios pasos" o reservarse la adopción de la oportuna decisión tras el cierre del plazo de suscripción. A estos efectos, podemos cuestionar tres distintas hipótesis; a saber, en primer lugar, si la sociedad puede provocar *a posteriori* la ineficacia de un aumento incompleto que ha quedado eficaz por haberse previsto la suscripción incompleta en las condiciones de emisión; en segundo lugar, y en sentido inverso, si la sociedad está legitimada para, con posterioridad, dar eficacia a un aumento incompleto que ha quedado ineficaz como consecuencia de la falta de previsión de la suscripción incompleta; y, en fin, si la sociedad puede, mediante una previsión expresa en las condiciones de emisión, simplemente, reservar la decisión sobre la eficacia o ineficacia del eventual aumento incompleto, a una nueva Junta general convocada al efecto, o bien a los administradores.

---

<sup>561</sup> Esta posibilidad no está, sin embargo, totalmente exenta de costes. Así, *vid. supra* Capítulo 4º, II, 3.

**3.1. ¿Es posible enervar a posteriori el efecto voluntario de la eficacia de la suscripción incompleta tras el cierre del plazo de suscripción?. El problema de la revocabilidad del aumento configurado por la sociedad como divisible**

1. Según se ha adelantado, la primera de las cuestiones a resolver es si la sociedad que optó por la solución de la eficacia del aumento del capital en caso de suscripción incompleta —previando dicha circunstancia expresamente en las condiciones de la emisión conforme a lo prescrito por el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas— puede renunciar, no obstante la previsión, a dicha eficacia después del cierre del plazo de suscripción y tras comprobar que la emisión no ha sido cubierta por completo (esto es, que lo que antes era una mera hipótesis ha llegado a convertirse en realidad).

2. En la práctica, el supuesto discutido no se planteará de manera frecuente. No es fácil imaginar las razones por las que la sociedad desea “deshacer” un aumento de capital ya ejecutado —aunque por importe inferior al acordado— y renunciar a un incremento de los fondos propios, teniendo en cuenta, sobre todo, que esta actitud puede afectar negativamente a la confianza del público y al crédito de la sociedad frente a terceros<sup>562</sup>. En sociedades cerradas, además, tampoco cabe imaginar que los socios mayoritarios deseen renunciar al acrecimiento de sus respectivas posiciones corporativas logrado como consecuencia de la falta de suscripción del aumento por los minoritarios. Aún así, no es imposible que la sociedad pretenda hacer valer aquella renuncia a la eficacia del aumento cuando la falta de íntegra suscripción del aumento signifique una pérdida absoluta del interés de la sociedad por la ampliación del capital. En efecto, a pesar de la previsión expresa de la suscripción incompleta del aumento (de la que cabe deducir la existencia de una valoración previa de las ventajas e inconvenientes de llevar buen fin el aumento del capital también en una cifra

---

<sup>562</sup> Así, respecto de la posibilidad de revocación de un acuerdo de aumento ya ejecutado, SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, cit., p. 247.

inferior a la acordada), puede ocurrir después que el resultado real y definitivo de la suscripción sea muy inferior al esperado, de modo que los fondos obtenidos no cubran las mínimas expectativas de capitalización requeridas por el fin u objetivo al que sirve la operación de aumento. En estos casos, si se considera que no es posible efectuar una simple renuncia *a posteriori* de la eficacia del aumento incompleto, la única solución será, entonces, acudir al expediente —más riguroso— de la reducción del capital social (*cfr.* art. 163 y ss. LSA) una vez cumplida la obligación de inscribir la ejecución del aumento en el Registro Mercantil.

#### A) Argumentos en contra

Si se atiende a la *ratio* del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas, la respuesta más evidente a la cuestión planteada es de signo negativo. Mediante la obligación que se impone a la sociedad de anticipar (por acción o por omisión) la decisión en torno a la eficacia de un eventual aumento incompleto, la norma intenta proteger el interés de los suscriptores en conocer de antemano un dato tan importante para adoptar la decisión de invertir cual es la eficacia o no de los negocios de suscripción en caso de falta de total cobertura. Desde esta perspectiva no es difícil concluir que resultaría contraria a la referida norma cualquier actitud posterior de la sociedad que desconozca lo previamente comunicado a los suscriptores. Lo mismo cabe afirmar en la medida en que se considere que la referida renuncia *a posteriori* de la eficacia del aumento incompleto por parte de aquélla constituye una alteración sobrevenida, cuando no un incumplimiento, de las condiciones en las que se hizo la oferta de las nuevas acciones. Se parte del hecho de que la sociedad, de acuerdo con lo prescrito en el artículo 161, ha introducido en las condiciones de la emisión —que, como ya indicáramos, integran las condiciones en las que se hace el ofrecimiento a los eventuales suscriptores y, en este sentido, pueden ser consideraras como *condiciones contractuales*— una *cláusula expresa* en la que renuncia a la consecuencia legal de la ineficacia del aumento por falta de íntegra suscripción

de la cifra acordada y en la que se compromete a realizar dicho aumento sea cual sea el número de acciones suscritas. Así se comprende que una vez efectuadas las suscripciones sobre la base de las referidas condiciones, la sociedad no puede ya unilateralmente alterar o dejar de aplicar el contenido de las mismas<sup>563</sup>.

*B) Argumentos a favor: la cuestión de la posible utilización de la técnica de la revocación*

1. Supuesto que la sociedad no puede desconocer sin más el compromiso previamente asumido con los suscriptores de dar por válido el aumento del capital sea cual sea el número de acciones suscritas, cabe preguntarse, no obstante, si el mismo resultado puede llegar a conseguirse a través de alguna técnica indirecta, en particular, a través de la revocación *ad hoc* del acuerdo de aumento. Como es bien sabido, la revocación constituye un acto unilateral de autonomía de la voluntad por el que el autor de un acto jurídico precedente, también unilateral, pretende dejarlo sin efecto de forma sobrevenida. En relación con el caso que

---

<sup>563</sup> En los casos de ofertas públicas de suscripción las condiciones en las que se hace el ofrecimiento de las nuevas acciones emitidas quedan incorporadas al preceptivo folleto, que es vinculante para el emisor y que, como es sabido, tiene como finalidad principal tutelar, mediante la información, la posición del público inversor (*vid.* por ejemplo, TRÍAS SAGNIER, "El sistema de protección del accionista inversor", *cit.*, p. 213 y ss.). El folleto informativo recoge las condiciones contractuales de la suscripción y, en este sentido, su naturaleza contractual es indudable (así, FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, *La responsabilidad civil de las entidades colocadoras*, *cit.*, p. 82-84, quien considera que el folleto y sus suplementos constituyen, en principio el "universo contractual" de la emisión; en parecido sentido se pronuncia ALONSO UREBA, "Inexactitudes u omisiones en el contenido del folleto", *cit.*, p. 3091-3093, quien estima que el folleto integra la voluntad negociada del emisor/ofrente en lo que respecta a la emisión/oferta y, por tanto, le vincula frente al suscriptor/adquirente; también GRIMALDOS GARCÍA, *Responsabilidad civil derivada del folleto*, *cit.*, p. 57-60). El folleto integra, en consecuencia, la relación jurídica —que tiene carácter indudablemente negociado— que se crea entre el emisor/ofrente y el suscriptor/adquirente por razón de la suscripción o adquisición de los valores). Así, y con referencia a las ofertas públicas de suscripción, DE CARLOS BERTRÁN (*Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción*, *cit.*, p. 326) destaca que si el oferente no se ha reservado en el folleto la posibilidad de modificar alguna de las condiciones de la oferta, la modificación una vez recaída la aceptación no es ya posible, salvo con el consentimiento expreso de los aceptantes, porque la modificación supondría una novación del contrato resultante de la oferta primitiva. No hay que olvidar a este respecto que la Orden Ministerial de 13 de julio de 1993, obliga a incorporar al contenido obligatorio del folleto la decisión adoptada por la entidad emisora sobre la eficacia o ineficacia del aumento del capital en caso de suscripción incompleta. Tal información resulta, en consecuencia, vinculante para el emisor, que no podrá, una vez acaecidas las suscripciones modificar unilateralmente la referida decisión.

nos ocupa la pregunta se plantea porque, según suele defenderse, la revocación de los actos jurídicos no se encuentra vinculada a la concurrencia de causas predeterminadas, por lo que para justificarla basta alegar simples razones de oportunidad<sup>564</sup>. Así, mediante la simple revocación del precedente acuerdo de aumento la sociedad podría pretender, en hipótesis, la eliminación de la eficacia del aumento del capital no suscrito por completo.

2. Sin perder de vista la teoría general de la revocación de los actos y negocios jurídicos, es preciso advertir que, aplicada al acuerdo de aumento del capital social, la técnica de la revocación reviste tintes especiales que dificultan dar una respuesta unívoca, tanto acerca de si tales acuerdos sociales son susceptibles de ser revocados, como del momento hasta el que, en su caso, puede operar válidamente una eventual revocación. Con arreglo a dicha teoría general, los actos jurídicos son esencialmente revocables, siendo la irrevocabilidad una excepción a este principio básico. Los acuerdos sociales no resultan ajenos *prima facie* a la aplicación del anterior postulado. En tanto que manifestaciones de voluntad de una persona jurídica a través del órgano social competente, tales acuerdos participan de la naturaleza de los actos jurídicos unilaterales, y pueden, en consecuencia, ser revocados por el órgano social que los adoptó<sup>565</sup>. Lo mismo cabe afirmar respecto del acuerdo de aumento del capital, siendo discutible, únicamente, el límite temporal hasta el que puede efectuarse la referida revocación<sup>566</sup>.

---

<sup>564</sup> A. TATO PLAZA, *Sustitución y anulación por la sociedad de acuerdos sociales impugnables*, Madrid, 1997, p. 78.

<sup>565</sup> Entre los autores que se han ocupado del tema de la revocación de los acuerdos sociales, se destaca que el poder de revocación deriva del mismo principio de autonomía privada que permite a la sociedad adoptar sus propios acuerdos (así, entre nosotros, J.L. DE CASTRO MARTÍN, "La reafirmación de la voluntad social (delimitación del supuesto de hecho del art. 115.3 LSA)", en VV.AA.; *Estudios jurídicos en homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, II, Madrid, 1996, p. 1591; TATO PLAZA, *Sustitución y anulación*, cit., p. 75).

<sup>566</sup> Frente al principio general de la revocabilidad, la doctrina suele considerar irrevocables de manera independiente aquellos acuerdos de aumento del capital conectados legalmente a otro acuerdo de distinta naturaleza, ya que, en estos supuestos, el acuerdo de aumento tiene una función instrumental para la efectividad del acuerdo conexo. En estos casos se encuentran, al menos, el acuerdo de aumento del capital en el marco de una operación "acordeón", el aumento al

Según la teoría general, los actos de revocación están permitidos en la medida en que no incidan en relaciones jurídicas bilaterales ya consolidadas o no afecten a derechos adquiridos por terceros<sup>567</sup>. En relación con las ofertas contractuales se dice, por ello, que la revocación de las mismas es posible hasta el momento en que recae la aceptación del destinatario de las mismas, momento en el que se entiende que el contrato ha quedado perfeccionado y el oferente vinculado contractualmente<sup>568</sup>. Respecto de los acuerdos de aumento del capital, la dificultad inicial que se presenta a la hora de determinar el momento hasta el que se hace posible la revocación procede de la variedad de formas y contenido con los que, en la práctica, se formulan las "ofertas" de suscripción. Es menester advertir que en los aumentos del capital con emisión de acciones, la revocación del acuerdo de aumento lleva consigo la revocación de la oferta de suscripción de esas nuevas acciones. De ahí que, para determinar el límite temporal hasta el que puede operar lícitamente la revocación sea necesario examinar, como primera medida, si del contenido y circunstancias que rodean a dicho ofrecimiento puede deducirse, en efecto, la existencia de una verdadera "oferta" (esto es, la sociedad desea quedar vinculada contractualmente con todos aquellos que acepten la "oferta" mediante la suscripción de las acciones) o si, en verdad, se trata más bien de una mera *invitatio ad offerendum*.

---

servicio de una fusión por absorción o de una emisión de obligaciones convertibles (*vid.*, respecto de este último, F. J. ALONSO ESPINOSA, "Wandel- und Optionsanleihen in Spanien", *ZGR (Sonderheft 16)*, Berlin-New York), 2000, p. 318), o el caso de una transformación en sociedad anónima en la que es necesario un aumento del capital para alcanzar el mínimo legal (por todos, ROJO, "El acuerdo de aumento", *cit.*, p. 2351).

<sup>567</sup> En relación con los acuerdos sociales, del mismo modo se entiende que los derechos adquiridos por socios o por terceros a raíz del acuerdo que pretende revocarse constituyen en principal límite para la revocación (*vid.* TATO PLAZA, *Sustitución y anulación*, *cit.*, p. 76 y ss.; DE CASTRO MARTÍN, "La reafirmación", *cit.*, p. 1594; M<sup>a</sup> M. BUSTILLO SAIZ, *La subsanación de acuerdos sociales por la Junta general de la sociedad anónima*, Navarra, 1999, p. 77 y ss.).

<sup>568</sup> Es opinión unánime, *vid.* por ejemplo, DíEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 295. Según el artículo 16 del Convenio de Viena de 1980, sobre compraventa internacional de mercaderías, la revocación de la oferta es posible hasta que el destinatario de la oferta ha enviado la aceptación.

En el caso de que la sociedad haya realizado una *invitatio ad offerendum* (bien, porque así lo haya definido expresamente en las condiciones de emisión, o bien porque ello se deduzca de los términos en que estas condiciones están redactadas)<sup>569</sup>, las suscripciones realizadas por los suscriptores sólo serán simples ofertas de adquisición de un determinado número de las nuevas acciones emitidas. Así, en tanto que la perfección de los negocios de suscripción depende del acto de aceptación de la sociedad (representada tal aceptación por el acto de adjudicación de las acciones solicitadas a cada uno de los suscriptores), nada se opone, en principio, a que la sociedad pueda rechazar quedar vinculada por la oferta de los suscriptores mediante la revocación del acuerdo de aumento, incluso una vez recibidas las solicitudes de adquisición.

En el caso de que se llegue a la conclusión de que el ofrecimiento de las nuevas acciones reviste la forma de una auténtica *oferta*, el problema más arduo con el que se enfrenta la posibilidad de que la sociedad decida revocar el acuerdo de aumento no es otro que los derechos adquiridos y los intereses de los suscriptores de las nuevas acciones, que podrán verse lesionados como consecuencia de tal decisión. Teniendo como referencia las anteriores consideraciones —con base a las cuales la sociedad no puede influir por medio de una manifestación de voluntad unilateral en esferas jurídicas ya consolidadas

---

<sup>569</sup> Mención aparte merece el caso de las ofertas públicas de suscripción, respecto del que se discute, por razón de su propia naturaleza, si constituye una verdadera oferta a los suscriptores o sólo una *invitatio ad offerendum*. En la teoría general del contrato, cuando la propuesta contractual se dirige al público o a un conjunto de personas indeterminado (ofertas *ad incertam personam*), la doctrina estima que, en principio, ha de presumirse que se está ante simples invitaciones y no ante rigurosas ofertas. Pero no se excluye de manera absoluta que las ofertas *ad incertam personam* puedan también calificarse de verdaderas ofertas si es ésta la conclusión que arroja una observación atenta de los términos en los que está redactado el texto de la propuesta (por todos, con base en el artículo 14 del Convenio de Viena de 1980 sobre compraventa internacional de mercaderías, DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 290-291). En relación con las ofertas públicas de suscripción (que por estar dirigidas al público inversor son ofertas *ad incertam personam*), la especialidad de la materia (en la que rigen principios tales como el de seguridad y definición previa) exige, a nuestro juicio, efectuar una presunción inversa, es decir, exige presumir que las mismas constituyen verdaderas ofertas vinculantes para el emisor, salvo que de los términos empleados para redactar el contenido de la oferta se deduzca que sólo constituye una invitación para que los inversores realicen sus ofertas. Así, entre otros posibles casos, habrá que deducir que la sociedad emisora ha efectuado una mera *invitatio ad offerendum* cuando se haya reservado el derecho a adjudicar discrecionalmente los valores entre todos aquellos sujetos que lo hayan solicitado (L. J. CORTÉS, en R. Uría/A. Menéndez, *Curso de Derecho Mercantil*, II, Madrid, 2001, p. 367).

e independientes respecto de la suya propia— se entiende, en general, que la revocación del acuerdo de aumento está permitida mientras no haya comenzado la ejecución del mismo, ofreciendo mayores dificultades una vez que se ha iniciado la fase de ejecución<sup>570</sup>. Con todo, las opiniones de los autores que se han ocupado de la revocación del acuerdo de aumento no son coincidentes de manera absoluta, debido, en particular, a las dudas existentes sobre el momento en el que se generan sobre el aumento del capital derechos de terceros indisponibles por el órgano social encargado de la revocación, y sobre el momento en el que el aumento de capital ha de entenderse perfeccionado. Así, mientras que para algunos la revocación del acuerdo de aumento sólo es posible hasta el momento de la puesta a disposición de las nuevas acciones, o aún

---

<sup>570</sup> Supuesto su carácter de auténtica oferta y no de mera *invitatio ad offerendum* de las ofertas públicas de suscripción, frente al principio general de la revocabilidad debe considerarse que juega el principio inverso, siendo la oferta, por regla general, irrevocable. Aunque el Real Decreto 291/1992, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores no establece expresamente la irrevocabilidad de la oferta pública de suscripción o de venta (como sí lo hacen, por ejemplo, los artículos 21-24 del Real Decreto 1147/1991, de 26 de julio, sobre ofertas públicas de adquisición de valores), este carácter irrevocable puede deducirse de los principios generales que inspiran la regulación de estas ofertas. Las citadas reglas de definición previa y seguridad que imperan en el Derecho del mercado de valores —que pretende la protección de las expectativas y la confianza del público inversor— justifica la alteración de la relación entre regla general y excepción, a favor, así, de la regla de la irrevocabilidad (vid. A. SÁNCHEZ ANDRÉS, voz “Oferta pública sobre valores mobiliarios”, *Enciclopedia Jurídica Básica*, IV, Madrid, 1994, p. 4562; CORTÉS, en Uría/Menéndez, *Curso de Derecho Mercantil*, II, cit., p. 366). De ahí que en el folleto deban indicarse claramente las causas que, en su caso, pueden motivar la revocación de la oferta o el desistimiento de la operación, no pudiendo practicarse la revocación en circunstancias distintas de las previamente fijadas con carácter estricto en el folleto.

El problema está, a veces, en determinar cuándo existe verdadera oferta contractual vinculante para la sociedad emisora, para lo que habrá que realizar una atenta lectura del folleto informativo. Así, en los casos en los que se acuda a la técnica de prospección de la demanda o *bookbuilding* para colocar las acciones, se entiende que durante la fase de prospección de la demanda la sociedad sólo efectúa una mera *invitatio ad offerendum*, siendo el público el que realiza las ofertas (revocables) de compra o de suscripción al precio que estaría dispuesto a pagar. Sólo una vez fijado el precio definitivo, se entiende que la sociedad realiza una oferta en firme, considerándose aceptantes a aquellos que confirmen su precedente solicitud (vid. IBÁÑEZ JIMÉNEZ, *La contratación en el Mercado de Valores*, cit., p.139-140; también FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, *La responsabilidad civil de las entidades colocadoras*, cit., p. 82, nota 132. Según este último autor, el *iter* de formación del contrato de suscripción/venta de valores mediante la técnica de *bookbuilding* puede llegar a alcanzar cuatro fases: 1º— fase de prospección de la demanda, donde existe una mera oferta condicional por parte del emisor/oferente; 2º— fase de “indicación de interés” por parte de los potenciales inversores, en la que las solicitudes de suscripción/compra son revocables; 3º— fase de fijación del rango de precios y de confirmación de propuestas, que adquieren ya carácter irrevocable; 4º— fase de selección de propuestas, en la que se perfecciona el contrato al existir oferta y aceptación incondicionales).



realizada ésta, siempre que no se hayan producido suscripciones ni circulación de derechos de suscripción<sup>571</sup>, otros estiman que el acuerdo es revocable siempre que no haya transcurrido el plazo otorgado para la suscripción, a pesar de la existencia de suscripciones o de circulación de derechos<sup>572</sup>. Más allá de estas dos

---

<sup>571</sup> Algunos autores consideran que la respuesta a la cuestión de la revocabilidad de los acuerdos sociales se encuentra en la distinción entre fase interna y fase externa o fase de ejecución del acuerdo, impidiéndose, por lo general, la revocación una vez que el acuerdo ha entrado en esta última fase. Aplicado al acuerdo de aumento esto significa que el acuerdo sólo puede ser revocado hasta el momento en el que hayan comenzado las suscripciones, no siendo posible ya durante el plazo de suscripción (así, en especial, *vid.* CHIOMENTI, *La revoca*, *cit.*, p. 164 y ss.). Otros autores (*vid.*, por ejemplo, GIRÓN, *Derecho de Sociedades Anónimas*, *cit.*, p. 486) han llegado a la misma conclusión por vías diferentes, al entender que lo que impide la revocación del acuerdo de aumento tras la puesta a disposición es la existencia de un plazo de suscripción en la medida en que éste representa un plazo otorgado por la sociedad para la aceptación de la oferta de suscripción que tiene carácter vinculante para la misma. Ciertamente, la existencia de un plazo de aceptación de la oferta es, de acuerdo con los principios generales, una circunstancia que impide al oferente la revocación de la oferta mientras el plazo subsiste (*cfr.* DíEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 296-297, quien pone de manifiesto la confrontación entre la tesis que ha sido predominante en el Derecho europeo continental —favorable a entender que en la fijación de un plazo para la aceptación está implícita la idea de la irrevocabilidad de la oferta durante ese plazo— y la tesis anglosajona de la revocabilidad, que ha motivado la solución de compromiso —ciertamente equívoca— del artículo 16 del Convenio de Viena sobre compraventa internacional de mercaderías). Sin embargo, las mayores dificultades que encuentra la revocación del acuerdo de aumento se relacionan con la existencia del derecho de suscripción preferente de los accionistas, y con las dudas sobre el instante en el que tal derecho entra a formar parte del patrimonio de los accionistas sustrayéndose, de este modo, a la disponibilidad por parte de la mayoría. Aunque con distintos argumentos, suele confluirse en la idea de que es con la efectiva puesta a disposición cuando se concreta el interés del socio protegido por el derecho de suscripción y se genera la falta de competencia de la Junta para revocar el acuerdo (*vid.*, últimamente, BUSTILLO SAIZ, *La subsanación de acuerdos sociales*, *cit.*, p. 79-80; y la exposición y crítica de las posturas doctrinales mantenidas al respecto en SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, *cit.*, p. 245-247). Aún así, se entiende que la puesta a disposición de las acciones no es en sí misma un obstáculo para la revocación si se pone el punto de mira en la lesión del interés protegido por el derecho de suscripción preferente, que no es otro que el mantenimiento de la posición relativa del socio en la sociedad tras el aumento del capital. Desde esta perspectiva se comprende que la revocación del acuerdo de aumento, aún realizada la puesta a disposición, no lesiona dicho interés, puesto que la "situación de peligro" (el aumento del capital) ya no se producirá. El límite a la revocación del acuerdo no es tanto el haberse realizado ya el ofrecimiento de las acciones, sino la existencia de suscripciones o circulación de derechos de suscripción, aunque, incluso, esto último más por problemas de índole práctica que estrictamente dogmática (así lo reconoce, en fin, SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, *cit.*, p. 247).

<sup>572</sup> Esta opinión se funda en que la efectividad de las suscripciones y las cesiones de derechos está supeditadas a la ejecución y perfección del aumento, que sólo puede entenderse producida tras el cierre del plazo de suscripción (bien porque ha sido suscrito por completo, bien porque, aún siendo la suscripción parcial, se previó la eficacia del aumento). Sólo a partir de ese momento pueden entenderse que existen derechos adquiridos por terceros y, por ello, riesgo de perjuicio de tales derechos, de modo que durante el plazo de suscripción nada impide que la sociedad, con la consiguiente devolución de los gastos y desembolsos realizados por los eventuales suscriptores, pueda revocar el acuerdo de aumento (VELASCO SAN PEDRO, "El derecho de suscripción preferente", *cit.*, p. 582).

opiniones se encuentra, en fin, la de aquéllos que entienden que el acuerdo es revocable hasta el momento mismo de la inscripción de la ejecución en el Registro Mercantil, pues sólo con la inscripción el aumento queda perfeccionado y consecuentemente, también los negocios de suscripción celebrados, naciendo entonces los derechos —hasta el momento simples expectativas— que de aquél se deriven<sup>573</sup>.

3. A nuestro modo de ver, si bien la cuestión planteada puede recibir una respuesta adecuada mediante el recurso —según hacen la mayoría de los autores— a la teoría general de la perfección de los contratos por medio del cruce entre la oferta y la aceptación, es preciso, con todo, diferenciar con nitidez dos planos que con frecuencia se superponen y se confunden; por un lado, el plano del nacimiento del vínculo obligacional entre las partes del negocio (efectos negociales u obligacionales); por otro, el plano del momento de en que se produce el nacimiento de los plenos efectos del negocio (efectos definitivos). En el ámbito contractual pueden encontrarse supuestos en los que ambos planos coinciden en el momento temporal, pero, en otros, el nacimiento del vínculo obligacional antecede al momento en el que el negocio concluido produce sus plenos efectos y las partes adquieren los derechos que de él se deriven según lo pactado y su propia naturaleza. Así, por ejemplo, la existencia de ambos planos y la falta de coincidencia temporal entre ellos se aprecia con nitidez en los casos en los que la forma del contrato es un requisito *ad solemnitatem*, puesto que las partes pueden compelerse recíprocamente, en virtud de las declaraciones de voluntad negociales ya manifestadas, a llenar la forma exigida para la eficacia plena del contrato (art. 1279 C.c.).

---

<sup>573</sup> Ya hemos indicado que la tesis de la licitud de la revocación del acuerdo de aumento hasta el momento mismo de la inscripción de la ejecución del aumento en el Registro Mercantil es la defendida casi sin excepción por la doctrina alemana y se encuentra basada en el carácter constitutivo de la referida inscripción y en la consideración de que la sociedad sólo realiza con la puesta en circulación de las acciones una mera *invitatio ad offerendum* (por ejemplo, *vid.* LUTTER, en *Kölner Komm.*, *cit.*, § 188, marginales 7-8). Igualmente, entre la doctrina suiza, claramente inspirada en la alemana respecto de esta cuestión, se habla de que la sociedad realiza una *Einladung zur Zeichnung*, siendo las declaraciones de suscripción las verdaderas ofertas dirigidas a la sociedad (así, *vid.* FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, *Schweizerisches Aktienrecht*, *cit.*, § 52, marginales 87-113).

En relación con el caso que nos ocupa, teniendo en cuenta que el principal obstáculo con el que se enfrenta la revocación del acuerdo de aumento por la sociedad es la existencia de suscripciones, es necesario, pues, diferenciar con claridad entre el surgimiento del vínculo obligacional entre la sociedad y los suscriptores que han celebrado los distintos negocios de suscripción afectados por la eventual revocación, por un lado, y, por otro, la adquisición por los suscriptores de los derechos derivados de tal suscripción, adquisición que dependerá de la perfección de la operación de aumento del capital en la que tales negocios se insertan. Y ello porque, en los casos de aumento del capital con emisión de acciones, la circunstancia que impedirá a la sociedad llevar a cabo válidamente un acto unilateral de revocación del acuerdo de aumento no es tanto la *perfección* de la operación jurídica de aumento del capital (de la que, insistimos, dependen los efectos internos —entre otros, el reconocimiento de las nuevas posiciones corporativas de los suscriptores— y externos —eficacia frente a terceros— de la misma), como el nacimiento del referido vínculo negocial, que, por lo general, impide el desistimiento unilateral<sup>574</sup> y obliga a ambas partes a cumplir con lo pactado y a soportar las consecuencias que se derivan de la voluntad manifestada.

Desde esta perspectiva puede observarse que el nacimiento del vínculo obligacional entre la sociedad y los suscriptores no ostenta demasiadas especialidades respecto del esquema general típico de la perfección del vínculo negocial mediante el cruce de la oferta y la aceptación. En la medida en que la puesta a disposición de las nuevas acciones por la sociedad adopte la forma de una verdadera oferta, la suscripción de las acciones por parte de los destinatarios

---

<sup>574</sup> Como es sabido, el receso o desistimiento unilateral representa la capacidad de una de las partes de extinguir la relación obligatoria. En la medida en que es un acto libre que no necesita estar fundado en una justa causa, el desistimiento *ad nutum* tiene en nuestro Derecho un carácter marcadamente excepcional, y sólo es causa lícita de extinción del vínculo obligacional en los casos concretos en que la Ley o el contrato otorguen a una de las partes esta facultad o, valoradas las circunstancias, en los supuestos de relaciones duraderas sin término basadas en la confianza (*vid.* M. KLEIN, *El desistimiento unilateral del contrato*, Madrid, 1997, p. 19 y ss.).

de la misma puede ser vista como la aceptación que hace surgir el vínculo obligacional entre la sociedad y cada uno de los suscriptores y que impide que las partes puedan ya desistir, revocar o alterar unilateralmente la voluntad expresada más allá de los casos previstos en la oferta de suscripción o en la Ley. La revocación del acuerdo de aumento efectuada unilateralmente por la sociedad no será posible, pues, tras la suscripción de las acciones emitidas<sup>575</sup>. Y ello con independencia de que los plenos efectos de la relación jurídica entre la sociedad y el suscriptor (y la consiguiente adquisición de los derechos que se derivan de la misma) no se produzcan todavía, al depender éstos de la perfección de la operación de aumento<sup>576</sup>.

Conviene aclarar, sin embargo, que esta conclusión no debe llevar a entender que una vez que se han efectuado las suscripciones el acuerdo de aumento no puede ya ser revocado bajo ninguna circunstancia. De lo que ha sido señalado se deduce que el hecho que determina la licitud de un posible acto

---

<sup>575</sup> Queda la duda sobre si, una vez abierto el plazo de suscripción, la revocación resulta interdicta desde que se practica el primero de los actos de suscripción o si aquella está permitida todavía durante el tiempo en que está abierto dicho plazo y hasta el cierre del mismo. Si se entiende que cada una de las suscripciones da lugar al nacimiento de un vínculo obligacional entre la sociedad y el suscriptor (o aceptante) independiente de los demás, habrá que entender que la revocación del acuerdo de aumento por la sociedad no es posible una vez iniciada la suscripción. Si, por el contrario, se entiende (como hace gran parte de la doctrina italiana) que dadas las particularidades del caso, cada una de las suscripciones no constituye un acto independiente de aceptación de la oferta, sino un acto que concurre, junto a los demás, a la aceptación global de la misma (que sólo podrá entenderse producida una vez cerrado el plazo de suscripción), entonces la revocación del acuerdo de aumento se permitiría aún durante el transcurso del plazo de suscripción, pues en ese momento no hay todavía propiamente "aceptación" de la oferta (vid. CAROTA, "La revoca", *cit.*, p. 866 y ss.; CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, vol. 2 (*Diritto delle Società*), *cit.*, p. 290; en el mismo sentido, aunque sólo para el denominado aumento *inescindibile*, GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale*, *cit.*, p. 400 y ss.).

<sup>576</sup> La respuesta sobre el momento en que se produce la perfección de la operación de aumento del capital en la que se insertan los negocios de suscripción depende del valor que se le otorgue a la inscripción en el Registro Mercantil. En la medida en que se considere que la referida inscripción posee carácter constitutivo, la perfección del aumento tendrá lugar con la práctica de la inscripción, momento en el que no sólo se producirán los efectos del aumento frente a los terceros, sino que también adquirirán plena eficacia las relaciones y posiciones jurídicas internas derivadas del aumento. Si se considera, en cambio —como creemos—, que la inscripción de la operación de aumento del capital en el Registro Mercantil reviste en el Derecho español mero carácter declarativo (a salvo de los efectos derivados de la inscripción frente a los terceros) la perfección del aumento se producirá, bien con la realización del último de los actos de ejecución (la adjudicación de las acciones suscritas y desembolsadas en el mínimo exigido), bien con el otorgamiento de la escritura pública que documente la ejecución del aumento (Vid. *supra* Capítulo 3º, II, 1.3.1.).

unilateral de revocación del acuerdo de aumento por parte de la sociedad no es tanto la perfección de la operación de aumento y la consiguiente adquisición de derechos que se derivan de la misma por parte de los suscriptores, sino el simple hecho de a partir de la suscripción se genera una relación jurídica bilateral entre la sociedad y cada uno de los suscriptores sobre la que no puede incidir una decisión de revocación unilateralmente adoptada por la sociedad. Esta conclusión es en extremo importante para deslindar dos diferentes aspectos de la revocación del acuerdo de aumento: por un lado, el momento en que no puede llevarse a cabo en absoluto la revocación del acuerdo y, por otro, el momento a partir del cual la revocación del mismo no puede llevarse a cabo *unilateralmente* por la sociedad. La revocación del acuerdo de aumento no podrá efectuarse bajo ninguna circunstancia después de que la *operación de aumento* haya quedado perfeccionada e inscrita en el Registro Mercantil, pues, desde ese momento, la protección de los terceros (en particular, de los acreedores sociales) exigirá que la renuncia al incremento de la cifra del capital en la cuantía suscrita sólo pueda realizarse mediante el instrumento técnico de la reducción del capital social. Antes de ese momento, el principal obstáculo para la revocación del acuerdo de aumento es la existencia de suscripciones en la medida en que con ellas se ha originado una relación jurídica bilateral (un vínculo negocial) que no puede quedar afectada por aquélla. Pero ésto lo único que impide es, como decíamos, que el referido vínculo pueda quedar extinguido mediante la decisión unilateral de una de las partes<sup>577</sup>. Así, la posible ilicitud de la revocación del acuerdo de aumento

---

<sup>577</sup> Cabe preguntarse si la sociedad podría, tal vez, fundamentar una renuncia unilateral a la eficacia del aumento incompleto en alguna de las teorías en torno a la continuada influencia de la causa en la vida del contrato y la pérdida sobrevenida de la misma (teorías de la base del negocio, teoría de la imprevisión, de la excesiva onerosidad, frustración del fin del contrato, cláusula implícita *rebus sic stantibus*; vid. DE CASTRO, *El negocio jurídico*, cit., p. 314 y ss.; DIEZ-PICAZO, *Fundamentos*, II, cit., p. 885 y ss.; LACRUZ BERDEJO, *Elementos de Derecho Civil*, II, vol. 1º, cit., p. 442 y ss.). Puede, en hipótesis, llegar el caso de que, aún habiéndose previsto la suscripción incompleta, la cifra realmente obtenida resulte ser muy inferior a la prevista, de modo que el aumento del capital no sea pueda cumplir con la finalidad para la que inicialmente fue acordado. O también que las circunstancias que animaron a la sociedad a aceptar un eventual aumento incompleto hayan variado de tal manera que, de poder decirlo en otro momento, hubiera optado por la ineficacia del mismo. No obstante, es difícil que a estos casos puedan ser aplicables aquellas teorías creadas por la doctrina y la jurisprudencia, que permiten la alteración de la oferta realizada, e incluso en los casos de mayor gravedad el desistimiento de la misma, habida cuenta del carácter en extremo excepcional de las referidas construcciones. Como es sabido, los

por la sociedad una vez cerrado el plazo de suscripción decae en el caso de que todos los suscriptores otorguen su consentimiento a tal revocación, pues, en teoría, nada impide en principio que el negocio de suscripción celebrado entre la sociedad y los suscriptores pueda ser resuelto mediante el mutuo consentimiento de las partes<sup>578</sup>.

### 3.2. ¿Es posible enervar a posteriori el efecto legal de la ineficacia del aumento del capital por falta de previsión de la suscripción incompleta?

1. La cuestión que ahora se aborda es, justamente, de contrario sentido a la anterior. Si lo que antes se cuestionaba era si la sociedad que previó —conforme a lo prescrito por el artículo 161— la suscripción incompleta del aumento del capital puede renunciar, no obstante la previsión, a la eficacia de tal aumento después del cierre del plazo de suscripción, la pregunta actual se refiere a si la sociedad puede evitar de algún modo la sanción de la ineficacia del aumento incompleto una vez cerrado el plazo de suscripción.

2. Como es sabido, cuando la sociedad nada prevé en las condiciones de emisión acerca de la posible suscripción incompleta del aumento del capital, la consecuencia con la que la Ley sanciona este silencio si tal circunstancia llega a

---

requisitos exigidos para la aplicación de todas estas teorías son que la alteración de las circunstancias sea *completamente* extraordinaria, que tal alteración sea *radicalmente* imprevisible, y que se produzca una desproporción inusitada o exorbitante entre las prestaciones de las partes, notas que suelen ser, además, objeto de interpretación restrictiva por la jurisprudencia (*vid.* entre muchas otras, STS de 20 de febrero de 2001 y STS de 15 de noviembre de 2000; entre la doctrina, DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, II, *cit.*, p. 893 y ss.; en cuanto a la posibilidad de su aplicación a las ofertas públicas de suscripción o de venta, DE CARLOS BERTRÁN, *Régimen jurídico de las ofertas públicas*, *cit.*, p. 371). En el presente caso, resulta difícil comprender, cuando menos, que la falta de íntegra suscripción del aumento (o la falta de un número suficiente de suscripciones para alcanzar el porcentaje que la sociedad considera mínimo para rentabilizar la operación) sea un hecho absoluto o radicalmente imprevisible, máxime cuando la eficacia del aumento incompleto que ahora se quiere enervar se debe a que la sociedad previó dicha circunstancia, manifestándola externamente en las condiciones de la emisión.

<sup>578</sup> *Vid.* CAROTA, "La revoca", *cit.*, p. 869 y ss. Esta tesis fue acogida también por la Casación italiana en sentencia de 5 de julio de 1984 (con nota parcialmente crítica de BARALIS/BOERO, "Rapporti tra soci e società in sede di aumento di capitale", *cit.*, p. 962 y ss.). En contra de la posibilidad de resolver por simple consentimiento la suscripción una vez suscrito el aumento, CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, vol.2 (*Diritto delle Società*), *cit.*, p. 490.

producirse es la ineficacia total y absoluta del acuerdo de aumento. Conviene recordar que, tal y como indicáramos en otro lugar, el fenómeno de ineficacia presente en la norma sobre suscripción incompleta del aumento es cercano al supuesto típico de la nulidad, en atención, sobre todo, a que aquella ineficacia —según se desprende de dicha norma— opera de manera automática o *ipso iure* una vez verificado el supuesto de hecho de la incompleta suscripción sin necesidad de que nadie inste su declaración.

La semejanza con el tipo de la nulidad negocial no puede perderse de vista a la hora de cuestionar si la sociedad puede, todavía, salvar la eficacia (parcial) del acuerdo de aumento tras la constatación de la falta de íntegra suscripción al cierre del plazo de suscripción cuando nada se previó en las condiciones de emisión. La afinidad con la nulidad constituye, en vía de principio, un obstáculo a la hora de admitir esta posibilidad, ya que ésta se caracteriza por tener un carácter *normalmente* insanable o irremediable que no admitiría corrección a través de un acto jurídico posterior.

Esta objeción inicial no es, sin embargo, definitiva para orientar ya desde este momento una opinión contraria a la posibilidad de salvar la eficacia del aumento incompleto en las circunstancias descritas. Frente a las posiciones más tradicionales, que han venido negando la posibilidad de sanación de los negocios nulos en base a una interpretación estricta del artículo 1310 del Código Civil, la doctrina actual considera que, en general, el que se esté ante un caso de nulidad y no de anulabilidad no es en sí mismo suficiente para dictar una solución contraria a la sanación, porque, en muchas ocasiones, las exigencias de protección de los intereses de las partes exigen que la nulidad atraiga hacia sí elementos o caracteres propios de la anulabilidad. Así, desde la perspectiva de los intereses en conflicto, el dato a tener en cuenta es, sobre todo, el relativo a la naturaleza del interés que trata de proteger la norma que impone la ineficacia. Como regla general, si el interés protegido es de carácter privado la ineficacia será normalmente sanable. Si el interés o la finalidad que pretende preservar la norma es de carácter general y de orden público, la ineficacia será insanable o

definitiva<sup>579</sup>. De acuerdo con este criterio se admite que un negocio nulo pueda ser susceptible de *convalidación*, bien a través de la renovación del negocio, o bien a través de su conversión en otro tipo negocial que, sin quedar afectado por la causa de nulidad del anterior, sea apto para cumplir el propósito práctico de las partes<sup>580</sup>.

3. Estas consideraciones permiten, pues, entrar a discutir si la posibilidad de salvación *a posteriori* de la eficacia de un acuerdo de aumento que ha quedado ineficaz por causa de la falta de íntegra cobertura de la cifra acordada encuentra algún tipo de acomodo al amparo de la norma reguladora de la suscripción incompleta. A estos efectos, hay que tener en cuenta que tras el cierre del plazo de suscripción y a la vista del resultado concreto alcanzado por ésta, la salvación de la operación puede ser la solución más acorde con el interés de las partes —sociedad y suscriptores—, especialmente, cuando la cantidad que ha quedado sin suscribir es pequeña respecto del volumen total de la ampliación del capital y la ineficacia del aumento incompleto no se corresponde con la voluntad real de las partes (*v.gr.*: la falta de previsión de la suscripción incompleta se debió a un simple “olvido” o a un desconocimiento de la normativa legal), o cuando han variado sustancialmente las circunstancias que llevaron a no incluir en su momento en las condiciones de emisión la “cláusula de suscripción incompleta”. En estos casos, siendo que la cifra de capital efectivamente obtenida con la suscripción sea todavía apta para cumplir con la causa concreta del aumento acordado (o resulte, de acuerdo con el interés social, útil para otra finalidad

---

<sup>579</sup> GÓMEZ DE LA ESCALERA, *La nulidad parcial*, cit., p. 24.

<sup>580</sup> La admisión de la posibilidad de sanación de los negocios nulos surge de la adecuada distinción entre, por un lado, las técnicas de la confirmación y de la ratificación, que son propias de la anulabilidad (arts. 1309 y 1310 C.c.) o de la realización de un negocio por parte de un *falsus procurator*, y, por otro, la técnica de la convalidación (que carece de regulación legal), y que la jurisprudencia y gran parte de la doctrina anterior que ha negado la subsanación de los negocios nulos han considerado equiparables. Existiendo, pues, formas de convalidación diferentes de la confirmación regulada en los referidos preceptos como técnica exclusiva de la anulabilidad, se admite hoy su utilización para sanar la nulidad negocial (así, *vid.*, en especial, PASQUAU LIAÑO, *Nulidad y anulabilidad*, cit., p. 320 y ss.; Díez-PICAZO, *Fundamentos*, I, cit., p. 484; todavía para DE CASTRO, *El negocio jurídico*, cit., p. 485, la convalidación de los negocios nulos —aunque posible— es excepcional.



alternativa) y siendo que a los suscriptores les interese mantener la eficacia de su negocio de suscripción, una respuesta negativa a la cuestión planteada obligaría a la sociedad a cumplir con el dictado del artículo 161.2 de la Ley de Sociedades Anónimas (devolución de las aportaciones y publicación de la ineficacia en el Boletín Oficial del Registro Mercantil) y a comenzar una nueva operación de aumento del capital repitiendo, consecuentemente, todas las actuaciones ya realizadas (desde la adopción de un nuevo acuerdo de aumento hasta la realización de las suscripciones y los desembolsos). Por eso, a la vista de un principio de economía jurídica, quizá conviniera permitir la subsanación del acuerdo de aumento mediante la utilización de alguna técnica que, simultáneamente, permitiera salvaguardar los intereses protegidos por la norma, o, en general, los intereses que pudieran quedar afectados por la subsanación.

4. Más allá de la bondad inicial y la aparente simplicidad de este planteamiento, los mayores problemas a la hora de admitir sin reservas la posibilidad que se cuestiona son de carácter técnico-jurídico. En particular, se hace preciso determinar cuál sería la forma jurídica más idónea para llevar a cabo la referida sanación del acuerdo de aumento ineficaz por suscripción incompleta, y examinar si, en este concreto supuesto, llegan a cumplirse los requisitos necesarios para que la utilización de la técnica de subsanación sea lícita.

De lo dicho anteriormente se desprende que la técnica de la *convalidación* —en su versión de *convalidación renovatoria*— se presenta *a priori* como el instrumento más adecuado a los fines que se pretenden, en cuanto que la convalidación, como instrumento de subsanación propio de los negocios nulos, constituye un “acto jurídico o una declaración de voluntad tendente a otorgar sobrevenidamente validez al contrato o negocio que adolece de un vicio de nulidad radical”, y que, por tanto, “tiende a hacer válido lo que ya es nulo”<sup>581</sup>. Dicha convalidación exigiría en nuestro caso un nuevo acuerdo social (adoptado

---

<sup>581</sup> PASQUAU LIAÑO, *Nulidad y anulabilidad*, cit., p. 331. Cuando la convalidación opera a través de la renovación las partes reconstruyen la reglamentación de intereses proyectada en el anterior contrato nulo (DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, cit., p. 484).

por el mismo órgano social que adoptó en su día el acuerdo de aumento que ahora pretende convalidarse y con el cumplimiento de los mismos requisitos que fueron exigidos para la adopción de este último) mediante el cual se sustituyera *con eficacia retroactiva* el precedente acuerdo de aumento eliminando la causa que motivó la sanción de ineficacia<sup>582</sup> (bien mediante la modificación de la cifra del aumento hasta ajustarla al importe que ha sido suscrito, bien mediante la inclusión sobrevinida de la "cláusula de suscripción incompleta")<sup>583</sup>. De esta manera, al provocar la sustitución del anterior acuerdo de aumento a la fecha misma de su adopción, la retroactividad del acuerdo de convalidación permitiría hacer suyos los efectos jurídicos que ya se derivaron del anterior, en particular los actos de ejecución realizados con fundamento en el mismo<sup>584</sup>.

---

<sup>582</sup> Probablemente, la supresión de la causa que determina la ineficacia del acto que se pretende convalidar no sea siquiera necesaria, si se entiende que el acto de convalidación opera dentro de la propia sanción o consecuencia de la ineficacia y no en el seno mismo del contrato. Así lo entiende PASQUAU LIAÑO (*Nulidad y anulabilidad*, cit., p. 333) cuando insiste en la idea de que el acto convalidatorio "no mira al contrato, sino a la propia nulidad, de tal modo que su significación precisa es la de pretender *evitar* la ineficacia que se deriva de la nulidad como sanción. No persigue, en definitiva, "reparar" el contrato ni *suprimir la causa de nulidad*, que, como perteneciente al supuesto fáctico, no es removible, sino más bien que, a pesar de la causa de nulidad, el contrato despliegue sus efectos *como si fuera válido*. Dicho, en fin, de otro modo, la convalidación voluntaria no es otra cosa que la *renuncia a la acción de nulidad*, o más genéricamente, una renuncia a la nulidad". Si así fuera, bastaría con que el acuerdo social de convalidación del precedente acuerdo de aumento se limitara a renunciar a la ineficacia sancionada en la norma sobre suscripción incompleta y a aceptar la eficacia por la cuantía inferior que fue suscrita.

<sup>583</sup> Aunque no es menester adentrarnos en el tema general de la subsanación de acuerdos sociales impugnables, puesto que éste excede del objeto del presente trabajo, es preciso recordar que la renovación constituye, por lo demás, una de las técnicas para frenar la impugnación de los acuerdos sociales susceptibles de ser impugnados por nulos o anulables (art. 115.3 LSA). En materia de acuerdos sociales la renovación exige la adopción de un nuevo acuerdo social de igual contenido que el anterior viciado (eliminando el vicio en el que éste incurrió) y la simultánea eliminación del acuerdo originario. De este modo, el acuerdo sucesivo viene a sustituir al precedente en cuanto fuente de efectos jurídicos (BUSTILLO SAIZ, *La subsanación de acuerdos sociales*, cit., p. 74-75).

<sup>584</sup> El reconocimiento de la eficacia retroactiva del acuerdo de convalidación hasta la fecha en que se adoptó el precedente acuerdo de aumento resultaría aquí imprescindible para alcanzar el resultado que se persigue, y que no es otro que el de preservar la eficacia de los actos de suscripción y desembolso realizados al amparo del acuerdo de aumento ineficaz ex artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas. No obstante, es la cuestión que más dudas de admisibilidad presenta, a pesar de que resulta ser uno de los puntos clave para la efectividad de las técnicas sanatorias (recogiendo las opiniones vertidas al respecto, por todos, BUSTILLO SAIZ, *La subsanación de acuerdos sociales*, cit., p. 84, 158-168 y p. 403-406). A pesar de las dudas sobre esta retroacción convencional, parece que la misma es posible bajo el respeto a la Ley y a los

La posibilidad de convalidación de negocios ineficaces, requiere no obstante —como ya avanzábamos— de la concurrencia de ciertos requisitos o condiciones para su licitud. La pregunta más ardua es, así, no tanto si existe en relación con caso que nos ocupa un remedio jurídico de subsanación —que, a nuestro juicio, y según hemos visto someramente, cabe entender sin demasiadas dificultades que lo hay—, sino si, en este concreto caso, se dan las condiciones para que tal remedio pueda operar válidamente. Desde esta perspectiva, dos son, principalmente, los obstáculos con los que tropieza la posibilidad de convalidar el acuerdo de aumento ineficaz por suscripción incompleta a través de un nuevo acuerdo social: por un lado, el hecho de que la sociedad no es el único sujeto que tiene un interés en la eficacia o ineficacia del acuerdo de aumento, sino que tal interés concurre con la existencia de los derechos subjetivos de los suscriptores, que pueden estar interesados en hacer valer la sanción de ineficacia y ejercitar la correspondiente pretensión de devolución de las aportaciones satisfechas; por otro, la supuesta imperatividad de la norma sobre suscripción incompleta, que puede constituir un límite a la posibilidad de los particulares de disponer de tales intereses o derechos de un modo distinto del previsto en la propia norma.

a) Respecto de lo primero, resulta claro que si se ve en la convalidación un acto de renuncia a la posibilidad de hacer valer la ineficacia con la que la Ley sanciona el negocio, la misma debe partir necesariamente de aquellos sujetos que tengan reconocido un interés legítimo en la referida ineficacia y que, por consiguiente, se encuentren legitimados para ejercitar la "acción de nulidad"<sup>585</sup>. En el caso que nos ocupa el interés sobre la eficacia/ineficacia del aumento

---

derechos adquiridos por socios y terceros (vid. DE CASTRO MARTÍN, "La reafirmación de la voluntad social", *cit.*, p. 1593-1594, con citas de doctrina a favor).

<sup>585</sup> Así lo entiende con acierto PASQUAU LIAÑO (*Nulidad y anulabilidad*, *cit.*, p. 336), para quien: "(S)i la convalidación es equiparable a una renuncia a las ventajas derivadas de la nulidad, parece lógico que el ámbito de los legitimados para convalidar se determine en función del ámbito de los legitimados para ejercitar la acción de nulidad, es decir, [...] a la existencia actual de un "interés" en la acción: para que quepa hablar de una convalidación eficaz será necesario, como mínimo, que quien convalida pudiera esperar un resultado positivo de la demanda de nulidad del contrato".

incompleto no recae sólo en la sociedad emisora, sino también en todos y cada uno de los suscriptores, que ante la falta de respeto de la sanción de ineficacia del aumento impuesta por la norma por parte de la sociedad, estarían legitimados para solicitar judicialmente su declaración y la ejecución de las consecuencias derivadas de tal ineficacia (la devolución de las aportaciones realizadas con motivo de la suscripción).

Con todo, la existencia de este segundo grupo de sujetos *interesados* no constituye, al menos en teoría, un obstáculo inamovible para la validez del acuerdo social de convalidación del precedente acuerdo de aumento ineficaz por suscripción incompleta (entendido tal acuerdo como renuncia de la sociedad a las ventajas que hubiera podido reportarle el mantenimiento de la situación de ineficacia). No lo es desde el momento en que se haga depender la efectividad del acuerdo de convalidación, cuando menos, del correspondiente consentimiento —expresado de manera inequívoca— de cada uno de los suscriptores. Dicho consentimiento (que significaría la adhesión del suscriptor al acuerdo social de convalidación) debe manifestar la voluntad del suscriptor de mantener la eficacia del negocio de suscripción celebrado en su día y de renunciar, en consecuencia, al ejercicio de la acción de restitución de las aportaciones sociales ex artículo 161.2 de la Ley de Sociedades Anónimas.

b) En cuanto a lo segundo —el presunto carácter imperativo de la norma que impone la ineficacia—, la consideración de la convalidación como una *renuncia a las ventajas derivadas de la ineficacia* reconduce el problema al más general de la renuncia por los particulares de los derechos reconocidos por la Ley (art. 6.2 C.c.). Desde este punto de vista, el límite no es tanto el carácter imperativo de la norma que determina la ineficacia, sino que la misma sea una norma de orden público de protección del interés general<sup>586</sup>. Ello presupone la necesidad de

---

<sup>586</sup> No hay que olvidar que la renuncia de derechos está expresamente reconocida por la Ley, que se encarga simultáneamente de determinar sus límites. A ello se dedica con carácter general el artículo 6.2 del Código civil cuando establece que “la exclusión voluntaria de la ley aplicable y la

distinguir entre normas imperativas de protección del orden público o del interés general (de carácter indisponible por los particulares) y normas imperativas de protección de puros intereses privados sobre los que no se superpone un interés que pueda considerarse público o general<sup>587</sup>; intereses privados, de los que, por razón de tal carácter, los titulares de los mismos pueden disponer en principio, una vez que, atendidas las circunstancias existentes en el momento de la renuncia, pueda llegarse a la conclusión, bien de que la protección ofrecida por la norma imperativa ha desplegado ya su eficacia, bien de que no subsiste ya la razón de la protección impuesta por la misma, o bien de que ha decaído el interés privado que resultaba protegido por dicha norma<sup>588</sup>.

Esta distinción es en extremo importante a los fines de enjuiciar la validez de la posible sanación *ex post* —a través de la referida técnica de la convalidación renovatoria— del acuerdo de aumento ineficaz por suscripción incompleta. A

---

renuncia a los derechos en ella reconocidos sólo serán válidos cuando no contraríen el interés o el orden público ni perjudiquen a terceros".

<sup>587</sup> En la literatura jurídica es frecuente la identificación de las normas imperativas (o normas de derecho necesario o *ius cogens*) con las normas de orden público, reconduciendo ambos términos a un mismo concepto jurídico. Esta asimilación no es, sin embargo, correcta. A pesar de la dificultad que presenta su definición (por el carácter impreciso y fluctuante del fenómeno), se dice que el orden público está integrado por los "principios fundamentales de la organización de la comunidad". Y en este sentido el orden público presupone siempre un interés público o general. Desde esta noción se comprende que no toda norma imperativa es una norma de orden público, resultando "que puede existir una Ley imperativa sin que afecte para nada al orden público y, viceversa, pueden encontrarse actos contrarios al orden público sin que exista una norma imperativa que expresamente los prohíba o los rechace" (L. Díez-Picazo, "La autonomía privada y el derecho necesario en la Ley de Arrendamientos Urbanos", *ADC*, II, p. 1159). Así, no es dudoso que dentro de la categoría amplia de las normas imperativas convivan las normas imperativas de orden público (o de interés público o general) y las normas imperativas de orden puramente privado, en las que la imperatividad (y los consiguientes límites a la autonomía privada de los particulares) puede obedecer a muy diversas razones (Díez-Picazo, "La autonomía privada y el derecho necesario", *cit.*, p. 1165).

Esta distinción está presente en el seno de la propia Ley de Sociedades Anónimas, cuando se establecen los plazos de caducidad para la impugnación de los acuerdos sociales. El artículo 116 distingue en este sentido entre acuerdos nulos por violación de Ley (se sobreentiende que Ley imperativa, en cuanto que de lo contrario el acuerdo habría de ser interpretado como un mero acto de autonomía privada de disposición del contenido normativo afectado), cuya impugnación está sometida al plazo de caducidad de un año, y acuerdos nulos por violación de Ley que, además, sean contrarios al orden público, cuya impugnación no caduca.

<sup>588</sup> *Vid.*, aplicado a las normas que imponen la nulidad de un contrato PASQUAU LIAÑO, *Nulidad y anulabilidad*, *cit.*, p. 340-341.

estos efectos hay que partir de la base de que la eficacia o ineficacia del aumento del capital no suscrito por completo no es una cuestión de orden público en la que se encuentre involucrado el interés general. Así lo confirma el hecho de que la propia norma sobre suscripción incompleta permite a los particulares disponer de la solución legal general de la ineficacia y optar por mantener la eficacia del aumento en la cifra menor suscrita. En consecuencia, no es contrario al orden público ni al interés general que, en caso de suscripción incompleta, un acuerdo de aumento del capital despliegue sus efectos por la cifra efectivamente suscrita. De ahí que sea obligado considerar que los intereses que subyacen bajo la referida norma son intereses de carácter privado, que la norma (de manera más o menos directa, o más o menos evidente) protege. Así, según ha de recordarse, bajo la solución presente en tal precepto pueden considerarse protegidos, ya un presumible interés de la sociedad emisora en no llevar a efecto un aumento del capital en cuantía inferior a la acordada (en la medida en que ésta puede no satisfacer el interés social que motivó la decisión de aumentar el capital), ya el interés de los suscriptores (en calidad de inversores) de recuperar los fondos invertidos en caso de falta de éxito de la emisión, o ya, en fin, el interés de estos últimos en conocer de antemano las consecuencias que la circunstancia de la falta de íntegra suscripción tendrá para el mantenimiento de su contrato de suscripción.

El carácter privado de los intereses afectados por la norma sobre suscripción incompleta del aumento del capital, conduce a pensar que la clave de la respuesta en relación con la cuestión que se trata no es tanto la simple calificación de dicha norma como imperativa, sino determinar *hasta qué punto la misma ha de considerarse imperativa desde su función de norma de protección de tales intereses*. Bajo esta perspectiva, cabe comprender que estos intereses quedan sustraídos a la autonomía de la voluntad mientras los mismos persistan y, como tales, necesiten de protección legal, y que, por el contrario, se hacen disponibles por parte de sus titulares desde el momento en que pueda entenderse que la norma ha desplegado por completo su eficacia como norma de

protección y no puede ya vulnerarse el interés o intereses presuntamente protegidos.

A nuestro juicio, esto último ocurre una vez que se conoce el grado de cobertura del aumento del capital tras el cierre del plazo de suscripción del aumento. La norma agota ahí su finalidad protectora al permitir a los sujetos protegidos por la misma invocar en su beneficio la sanción de la ineficacia total del aumento del capital ordenada por la Ley. Pero puede ocurrir que en ese momento, a la vista del concreto resultado de la suscripción, decaigan los intereses protegidos por la norma y, con ello, la utilidad de la sanción legal de la ineficacia prevista por dicha norma. Así, no es descartable que, una vez conocido el grado de cobertura del aumento, el interés de la sociedad no pueda ya identificarse con la ineficacia del acuerdo de aumento, sino, al contrario, por el mantenimiento de la eficacia del mismo y la realización del aumento por la cifra suscrita. Y del mismo modo, puede que el interés de los suscriptores no sea ya la recuperación de los fondos aportados y la ineficacia de la suscripción practicada, sino la conservación de la eficacia los negocios de suscripción celebrados y el reconocimiento por parte de la sociedad de la posición corporativa derivada de ellos. En función de estas consideraciones no creemos que pueda ser contrario al orden público o al interés general que las partes (sociedad y suscriptores), de común acuerdo, renuncien a los eventuales beneficios que hubiera podido reportarles el hacer valer la sanción legal de la ineficacia y convaliden los actos jurídicos que han quedado sin efecto por falta de la íntegra suscripción del aumento<sup>589</sup>.

---

<sup>589</sup> La posibilidad de salvar la operación de aumento del capital ya ejecutada en caso de suscripción incompleta, incluso cuando no se den las circunstancias legalmente establecidas para la eficacia del aumento incompleto, goza del favor de cierto número de autores. Se dice en este sentido que, dado el carácter privado de los intereses protegidos por la norma sobre suscripción incompleta, no habría demasiados inconvenientes para admitir que una nueva Junta general, *con el acuerdo unánime de todos los suscriptores*, pudiera decidir, una vez cerrado el plazo de suscripción, adaptar el importe del aumento del capital fijado en el anterior acuerdo de aumento hasta la cuantía representada por las suscripciones recibidas. Así, la doctrina francesa considera que si bien el artículo L. 225-134 del *Code de Commerce* tiene un carácter imperativo, los intereses protegidos son de carácter particular o privado, siendo jurisprudencia constante que los particulares pueden renunciar de manera individual a la aplicación de una Ley, incluso si esta es de carácter imperativo, cuando el interés general no está en juego (*vid.* MESTRE/BLANCHARD-

La necesidad de que todos y cada uno de los suscriptores manifiesten su adhesión al acuerdo social de convalidación y declaren su voluntad de mantener la eficacia de las suscripciones practicadas hace que, desde un punto de vista exclusivamente práctico, la sanación de la ineficacia del acuerdo de aumento por causa de la incompleta suscripción quede limitada a pequeñas sociedades con reducido número de socios o a casos en los que las acciones emitidas han sido ofrecidas a personas concretas o a un círculo reducido de destinatarios. En los casos de oferta pública la cuestión sólo puede plantearse en un plano teórico. En las emisiones con oferta pública el preceptivo folleto ha de indicar de manera expresa en todo caso cuál es la consecuencia ligada a la suscripción incompleta de la emisión en el plano de la eficacia de la operación, es decir, tanto si la consecuencia elegida por el emisor es la de la eficacia de la misma, como si, por el contrario, dicha consecuencia es la ineficacia total del aumento del capital (Anexo A, Capítulo II.13.1 de la O.M. de 12 de julio de 1993). La opción de la sociedad emisora a favor de la ineficacia del aumento en caso de suscripción incompleta se convierte en este caso en una condición contractual expresa derivada de su inclusión en el folleto, produciéndose un auténtico incumplimiento de la condición contractual por la sociedad si después no se ajusta estrictamente a lo prescrito en el folleto. Por otro lado, en una oferta pública los suscriptores pueden ser cientos o miles. Dejando de lado la propia dificultad práctica de conseguir la adhesión al acuerdo social de convalidación de todos los sujetos que han suscrito, todavía es posible imaginar que los costes asociados a la renovación de todas y cada una de las declaraciones de voluntad prestadas por los suscriptores sean superiores a los beneficios que pretendan conseguirse con la subsanación de la ineficacia del aumento. En cualquier caso, ha de insistirse en el hecho de que será extraño en la práctica encontrar un supuesto de aumento del capital con oferta pública de suscripción en el que no se haya previsto

5. Supuesta la licitud de la renuncia a la ineficacia del acuerdo de aumento no suscrito íntegramente por razón de que la misma no afecta al orden o al interés público, dicha renuncia encuentra, sin embargo, un segundo obstáculo en

---

SÉBASTIEN, *Lamy Sociétés Commerciales*, cit., nº 3664; DANA-DÉMARET, "Vº Capital social", cit., p. 27). Entre la doctrina alemana, al menos en el marco de la sociedad de responsabilidad limitada, también parece admitirse que, en caso de falta de íntegra cobertura de la cifra (fija) acordada, pueda salvarse la eficacia del acuerdo de aumento través de la adopción de un nuevo acuerdo que modifique el anterior en relación con dicha cuantía, de modo que podría solicitarse la inscripción del aumento sin necesidad de proceder a una nueva suscripción (*vid.*, así, SCHOLZ/PRIESTER, *GmbH-Gesetz*, cit., § 55, marginal 99; ULMER, *GmbH Kommentar*, 8º ed., § 55 marginal 81; SCHULZE, *GmbH-Recht. Heidelberger Kommentar*, cit., § 57, marginal 2). En relación con la sociedad anónima la doctrina vacila acerca de la posibilidad de que un nuevo acuerdo de la Junta que adapte la cifra del aumento al resultado de la suscripción tenga eficacia sanatoria del vicio (*cfr.* WIEDEMANN, *Grosskommentar*, 3ª ed., cit., § 182, marginal 7; HEFERMEHL/BUNGEROTH, *AktG Komm.*, cit., § 182, marginales 50 y 53 y § 185, marginal 64; entre nosotros se muestra favorable a la posibilidad indicada únicamente, CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", cit., p. 775.



el hecho de que la convalidación de tal acuerdo y la consiguiente opción *ex post* en favor de la eficacia del aumento incompleto pueda perjudicar a terceros (*vid.* art. 6.2 C.c.). Si bien es difícil advertir que la eficacia *ex post* del aumento del capital incompleto sea apta para provocar perjuicio sobre los intereses de terceros (al contrario, al menos para los acreedores sociales, dicha eficacia supondrá un beneficio) tampoco puede afirmarse con rotundidad que ésto no ocurrirá en absoluto. Así, en particular, la subsanación de la ineficacia del aumento incompleto puede perjudicar los intereses de los socios que no suscribieron el aumento del capital y que, como consecuencia de la referida convalidación del aumento, ven disminuida la posición relativa en la sociedad que tenían antes del aumento. En efecto, ante la ausencia de la "cláusula de suscripción incompleta" en las condiciones de emisión, cuando el aumento se dirige a los antiguos accionistas (que tienen reconocido el derecho de suscripción preferente), aquéllos a los que sea especialmente gravosa la suscripción confiarán *ex ante* en que si no suscriben y el aumento resulta incompleto, no verán disminuida su cuota relativa de participación. Con todo, se comprende que este eventual perjuicio derivado del posterior acuerdo de convalidación sólo tendrá algún relieve en sociedades cerradas de pocos socios, ya que en sociedades abiertas lo normal es que el socio que no quiere o no puede ejercitar el derecho haya procedido a su enajenación, resarciéndose, al menos económicamente, del *efecto dilución* que sufre su posición corporativa.

A este respecto conviene no olvidar que la ineficacia establecida por el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas, de manera similar al *tipo* de la nulidad negocial, tiene carácter *erga omnes*, de modo que cualquier persona está legitimada, en hipótesis, pretender hacer valer la sanción de la ineficacia<sup>590</sup>. En la teoría general, el obstáculo del perjuicio de terceros respecto de la convalidación de actos nulos de pleno derecho se salva afirmando que la convalidación tendrá sólo un efecto relativo, es decir, que "*desactiva la nulidad exclusivamente para*

---

<sup>590</sup> *Vid. supra* Capítulo 3º, II, 1.2.

*quién lícita, inequívoca y voluntariamente lo haya querido así*<sup>591</sup>. En el caso que nos ocupa, es imposible defender que la operación de aumento del capital, en cuanto modificación estatutaria, pueda tener una mera eficacia *interpartes*, dejando de afectar, por ejemplo, a algunos de los antiguos accionistas.

Así las cosas, esta objeción a la posibilidad de subsanación de la ineficacia del acuerdo de aumento prescrita por la norma sobre suscripción incompleta sólo puede ser superada por dos vías: bien considerando que el acuerdo social de convalidación sólo sería válido si se adopta con el consentimiento de todos los accionistas (sumada la adhesión de los suscriptores que no fueran antiguos socios), o bien considerando que el efecto sanatorio que produce el acuerdo social de convalidación sobre el precedente acuerdo de aumento es susceptible de quedar consolidado con eficacia *erga omnes* por el transcurso del plazo de caducidad establecido para proceder a la impugnación de aquél como acuerdo nulo por contrario a la Ley (art. 115 LSA). Como es sabido, en lo que se refiere a la caducidad de las acciones para impugnar la validez de los acuerdos sociales contrarios a la Ley, se otorga a los legitimados (accionistas, administradores y cualquier tercero con interés legítimo) el plazo de un año para hacer valer la nulidad a través de la impugnación del acuerdo (art. 116.1 LSA). Desde esta perspectiva, quizá pudiera llegar a admitirse que el efecto pretendido con el acuerdo de convalidación (la eficacia del precedente aumento incompleto) quedará consolidado con eficacia *erga omnes*, desde el momento en que finalice el plazo concedido a los legitimados para impugnar el acuerdo de convalidación y solicitar la declaración de nulidad<sup>592</sup>.

---

<sup>591</sup> PASQUAU LIAÑO, *Nulidad y anulabilidad*, cit., p. 344.

<sup>592</sup> Un problema importante es el de la calificación registral que puede merecer en este caso la solicitud de inscripción del aumento del capital incompleto en el Registro Mercantil. El artículo 166.2 2º *in fine* del Reglamento del Registro Mercantil parece indicar que la inscripción del aumento incompleto sólo será posible en caso de que, *entre las condiciones del aumento* (nuestra la cursiva), se hubiera previsto la suscripción incompleta, lo que no acontece en el caso que ahora se contempla. Aun así, algunos autores procedentes de la práctica registral no ven razón para no obviar este obstáculo, siempre que la escritura que documenta el aumento del capital se haga acompañar de una manifestación de los administradores, bajo su responsabilidad, de que los suscriptores han prestado su adhesión al acuerdo de la segunda Junta general (así, CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", cit., p. 776).

6. En cualquier caso, y como conclusión de cierre, no puede dejar de advertirse que aún existiendo remedios jurídicos ciertos para salvar *ex post* la eficacia del aumento no suscrito por completo, el cumplimiento de los requisitos para que aquéllos puedan operar válidamente se complica sobremanera en el supuesto que tratamos, de modo que, si acaso, tales remedios sólo puedan practicarse por sociedades de reducida base accionarial en las que, además, el aumento haya sido suscrito por los propios socios o por personas concretas y determinadas. Junto a esto, tampoco debe olvidarse que por mucho que puedan quedar salvaguardados los intereses protegidos por el artículo 161 de la Ley de anónimas, la referida posibilidad de sanación *a posteriori* choca frontalmente con el tenor literal de este precepto. Dicho precepto dota a la solución de la eficacia (parcial) del aumento incompleto de un elevado grado de *excepcionalidad*, que queda manifestado con claridad en el empleo de los términos "sólo" y "expresamente".

**3.3. ¿Es posible que la sociedad se reserve la adopción de la oportuna decisión hasta después del cierre del plazo de suscripción mediante una previsión en este sentido en las condiciones de emisión?**

Frente a las dos cuestiones precedentes, la que ahora se plantea presenta una diferencia importante que, al menos, *a priori* la hace más compatible con el tenor literal y la *ratio* de la norma que nos ocupa. En este caso no se trata de que la sociedad pretenda revocar sin previo anuncio la decisión anteriormente adoptada en las condiciones de emisión sobre la eficacia o ineficacia del eventual aumento incompleto a través de una segunda y ulterior decisión *ad hoc*, sino de que en las condiciones de la emisión la sociedad introduce una cláusula remitiendo expresamente la adopción de tal decisión hasta el momento en que se verifique, en su caso, la circunstancia de la suscripción incompleta, esto es, tras el ~~cierre~~ del plazo de suscripción establecido.

### 3.3.1. Las opiniones doctrinales. Argumentos y discusión

La cuestión descrita ha atraído la atención de algunos autores, entre los que se han manejado dos tesis contrapuestas: la tesis de la automaticidad o tesis negativa, y la tesis del reenvío o positiva.

#### 3.3.1.1. La tesis de la automaticidad o negativa

1. Según esta primera tesis, no puede considerarse válida la inserción de una cláusula en las condiciones de emisión en la que la sociedad remita la solución sobre la eficacia o ineficacia de la eventual suscripción incompleta a la posterior decisión que se adopte, una vez constatada tal circunstancia, bien por una segunda Junta general convocada al efecto, bien por los administradores.

La razón del carácter negativo de la respuesta se encuentra en el *automatismo* con el que las normas españolas sobre aumento incompleto enlazan las consecuencias jurídicas al acaecimiento del supuesto de hecho (*cfr.* art. 161.2 LSA y art. 77 LSRL): una vez que se ha constatado que el aumento del capital acordado ha quedado incompleto por falta de íntegra suscripción/desembolso dentro del plazo establecido para ello, surge de manera automática la obligación de los administradores de publicar tal circunstancia en el Boletín Oficial del Registro Mercantil (en el caso de las sociedades anónimas) y de poner en marcha el mecanismo de restitución de las aportaciones. Y, en sentido inverso, nace en favor de todos y cada uno de los suscriptores/aportantes el derecho *ex lege* a obtener dicha restitución, que puede ser ejercitado frente a la sociedad inmediatamente. El carácter automático e inmediato de tales consecuencias legales impiden, pues, que pueda admitirse un ulterior periodo —sucesivo al plazo de suscripción/desembolso— en el que quepa adoptar la decisión al respecto<sup>593</sup>.

---

<sup>593</sup> Así, ROJO, "El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada", *cit.*, p. 855-856; MARCHETTI, "Commento all'art. 20.II", *cit.*, p. 174; en relación con la interpretación del

2. A nuestro juicio, los argumentos que sostienen la tesis expuesta —en un principio, de corrección impecable— no resultan, sin embargo, suficientes por sí solos para afianzar de manera inamovible la opinión contraria a la licitud de una decisión social adoptada *a posteriori* sobre la eficacia o ineficacia del aumento incompleto. Por un lado, es preciso advertir que la pretendida *automaticidad* de las consecuencias del aumento incompleto no se desprende tan claramente del precepto comunitario transpuesto a nuestro Derecho por medio del artículo 161. El artículo 28 de la Segunda Directiva, coincidiendo plenamente con el párrafo 1º del artículo 161, se limita a establecer que, en caso de suscripción incompleta, el capital será aumentado en la cifra representada por las suscripciones recogidas sólo si las condiciones de emisión han previsto expresamente esta posibilidad. Con la inclusión de un párrafo 2º en el mencionado artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas, el legislador español ha ido más allá de lo exigido por la norma comunitaria, pues ésta no determina una serie de consecuencias que habrán de producirse de manera inmediata<sup>594</sup>.

Pero, sobre todo, si se observa atentamente la redacción del párrafo 2º del artículo 161 se advierte que tampoco la pretendida *automaticidad* que del mismo se desprende constituye un obstáculo insalvable para la admisión de la posibilidad de una decisión al respecto una vez cerrado el plazo de suscripción y verificada la cobertura incompleta del aumento. Siendo cierto que las consecuencias jurídicas establecidas en dicho precepto deben aplicarse de inmediato o, a lo sumo, en un breve espacio de tiempo, no es menos cierto que esta *automaticidad* sólo se produce, como la propia norma indica, *en el supuesto*

---

artículo 28 de la Segunda Directiva, *vid.* MARASÁ, "La seconda Direttiva C.E.E. in materia di società per azioni", *Riv. Dir. Civ.*, 1978, II, p. 674-675.

<sup>594</sup> Puesto que se trata de una norma "de mínimos", no quiere decirse con ésto que a la hora de la incorporación o adaptación el legislador nacional no pueda hacer más riguroso el contenido de la norma comunitaria. De ser así, habrá que estarse, por supuesto, a lo que cada norma nacional exactamente establezca. Lo que queremos decir es que, a la hora de interpretar o resolver dudas en relación con la aplicación de la norma nacional, uno de los factores a tener en cuenta es el contenido y el espíritu de la "norma madre", que, en relación con este concreto asunto, no impone la referida *automaticidad* en los efectos jurídicos derivados de la incompleta suscripción.

de que el acuerdo de aumento quede ineficaz<sup>595</sup>, lo que bien puede ocurrir como consecuencia de la ausencia de la "cláusula de suscripción incompleta" en las condiciones de emisión (art. 161.1 LSA), o como consecuencia de esa decisión a posteriori que adopte la sociedad por virtud del reenvío efectuado en las condiciones de emisión<sup>596</sup>. Esta decisión debería, en cualquier caso, adoptarse en breve tiempo tras el cierre del período de suscripción, a fin de no incumplir el plazo legal establecido para la devolución de las aportaciones a los suscriptores.

### 3.3.1.2. La tesis del reenvío o positiva

1. Según la tesis del reenvío, ni el tenor literal ni el espíritu o razón de ser de las normas sobre el aumento incompleto constituyen un obstáculo insalvable para la admisibilidad del reenvío de la decisión sobre la eficacia de la suscripción incompleta a una segunda reunión de la Junta o a una ulterior decisión de los administradores una vez verificada la circunstancia de la incompleta suscripción. Esta tesis basa, pues, su argumentación en dos diferentes aspectos del régimen legal. Por un lado, en el aspecto puramente literal de la redacción normativa receptora del artículo 28 de la Segunda Directiva. Por otro, en la *ratio* de la norma, que no es la de cercenar toda posibilidad de actuación de la sociedad para decidir lo más conveniente a sus intereses, sino, sobre todo, la de proteger el interés de los futuros suscriptores en disponer de antemano de información acerca de las consecuencias que para los negocios de suscripción ya concluidos tendrá la eventual falta de cobertura de la ampliación<sup>597</sup>.

---

<sup>595</sup> Textualmente: "(S)i el acuerdo de aumento quedara sin efecto por suscripción incompleta de las acciones emitidas, los administradores de la sociedad lo publicarán..." (art. 161.2 LSA).

<sup>596</sup> Así, CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", *cit.*, p. 775.

<sup>597</sup> La tesis que ahora se expone debe su más extensa formulación a TARANTINO, "Aumento di capitale", *cit.*, p. 602-612, en relación con la interpretación del texto comunitario; también, TANTINI, *Capitale e patrimonio*, *cit.*, p. 154 y ss.; en relación con la norma italiana vigente sobre suscripción *incompleta*, aunque con alguna duda inicial, se decanta finalmente por la "tesis del reenvío", GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale*, *cit.*, p. 294-295; en nuestro país, se han mostrado receptores de esta tesis en relación ya con la norma sobre suscripción incompleta en la Ley de Sociedades Anónimas, CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", *cit.*, p. 772-776 (admitiendo, en todo caso, que la decisión final sea adoptada por una segunda Junta general,

a) En cuanto a lo primero, los autores que sostienen esta tesis consideran que una lectura en profundidad el texto literal del artículo 161.1 de la Ley de Sociedades Anónimas —en tanto fiel reflejo del texto del referido artículo 28— deja la puerta abierta a una ulterior decisión de la sociedad en el sentido indicado. Ambas normas establecen textualmente que el aumento del capital no suscrito íntegramente se realizará en la cuantía que representen las suscripciones efectuadas “sólo si las condiciones de la emisión hubieran previsto expresamente esta *posibilidad*”<sup>598</sup>. Así, se entiende que resulta plenamente conforme al contenido normativo que la sociedad se limite a prever en las condiciones de emisión *la mera posibilidad* de que el aumento se efectúe sólo por la cuantía suscrita en caso de quedar incompleto, es decir, que se limite a indicar en las condiciones de emisión que si el aumento quedara incompleto el capital podrá ser aumentado en la cifra inferior suscrita, remitiendo la solución concreta a lo que la sociedad decida una vez verificada la anterior circunstancia<sup>599</sup>.

b) En cuanto a lo segundo, esto es, la fundamentación de la tesis que se expone sobre la base del argumento teleológico, los defensores de la misma subrayan que a la hora de valorar la licitud de una decisión de la sociedad a

---

nunca por los administradores); DE LA CÁMARA, *El capital social*, cit., p. 308; con alguna duda, SACRISTÁN REPRESA, “El aumento del capital”, cit., p. 285; en relación con la sociedad de responsabilidad limitada, siempre que la reserva sea realizada a favor de la Junta general y no a favor de los administradores (ni aún por delegación de la Junta), SÁNCHEZ GONZÁLEZ, “Modificación de estatutos, Aumento y reducción del capital social”, cit., p. 288-289.

<sup>598</sup> Hay que hacer notar que el argumento literal no resulta válido para abogar en favor de la validez de esta tesis en el ámbito de la sociedad de responsabilidad limitada, puesto en la redacción del artículo 77 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada se ha eliminado el término “*posibilidad*”. De este modo, en atención a lo que la letra de este precepto establece estrictamente, para evitar la aplicación de la regla general de la eficacia del aumento incompleto la sociedad sólo puede limitarse a prever “que el aumento quedara sin efecto en caso de desembolso incompleto”, pero no la *posibilidad* de que así se decida después.

<sup>599</sup> Según CABANAS TREJO (“La suscripción incompleta”, cit., p. 775), técnicamente puede considerarse que si la sociedad realiza esta reserva está comunicando a los suscriptores su intención de valorar una suscripción incompleta como una contraoferta que podrá, en consecuencia, aceptar o no. A nuestro juicio, como expondremos en breve, el soporte técnico de esta tesis puede, más bien, encontrarse en la fórmula de la *invitatio ad offerendum* o en el instrumento de la condición potestativa simple o de la condición unilateral puesta al servicio exclusivo de una de las partes de la relación contractual.

*posteriori*, no hay que perder de vista el hecho de que no es otro que el interés social el que, preferentemente, subyace bajo la puesta en marcha de la operación de aumento del capital social y bajo la elección de la cuantía en que la ampliación ha de efectuarse (la cifra del aumento que forma parte del contenido mínimo del acuerdo social). Conforme a ello, y en la medida en que no se vulnere algún otro interés susceptible de tutela, en vía de principio debería admitirse la posibilidad de que la sociedad, a la vista del concreto resultado de la suscripción, valore la congruencia de la cifra efectivamente conseguida con referencia al interés social y al fin al que la operación responde. A esos efectos, los referidos autores recuerdan que junto a la tutela del interés de la sociedad que se manifiesta en el otorgamiento a ésta de la posibilidad de orientar su decisión en un sentido o en otro (bien por la eficacia, bien por la ineficacia), el fin de la norma sobre el aumento incompleto en la sociedad anónima es el de proveer a los hipotéticos suscriptores de la dosis de certeza necesaria para poder decidir con conocimiento de causa sobre su participación en la operación de aumento. Y este fin último no resulta desvirtuado por el hecho de remitir la oportuna decisión sobre la eficacia o ineficacia del aumento del capital a una segunda reunión de la Junta general o de los administradores de la sociedad: siempre que en las condiciones de la emisión se advierta expresamente a los suscriptores de que, en caso de suscripción incompleta, el aumento podrá efectuarse por la cuantía suscrita según lo que la sociedad decida tras el cierre del plazo de suscripción, puede considerarse respetada la *ratio* de la norma, pues los suscriptores podrán entonces valorar la conveniencia de someterse al riesgo de quedar vinculados a una ulterior decisión de la sociedad y, en función de ello, suscribir o no<sup>600</sup>.

---

<sup>600</sup> En la legislación positiva la tesis del reenvío ha quedado plasmada en el artículo L. 225-134 del *Code de Commerce* francés (antiguo artículo 185 de la Ley de Sociedades Comerciales de 24 de julio de 1966), único precepto en el ámbito comparado que permite que la decisión última sobre la eficacia o ineficacia del aumento incompleto sea adoptada *a posteriori*, tras el cierre del periodo de suscripción y a la vista de las suscripciones recogidas. El resultado de este precepto es el siguiente: si la Junta general ha previsto en el acuerdo de aumento la posibilidad de dar eficacia a un eventual aumento parcial, los administradores una vez finalizado el periodo de suscripción (y, en cualquier caso, cuando la suscripción haya alcanzado el mínimo del 75% de la cifra acordada) pueden, bien declarar la eficacia del aumento incompleto, o bien declarar su ineficacia sin necesidad de motivar su decisión. Si, por el contrario, la Junta no previó la posibilidad de que el aumento quedara incompleto, entonces los administradores no podrán declarar eficaz el aumento en la cifra menor suscrita, con la excepción de que las acciones no suscritas no representen más



2. En relación con la llamada "tesis del reenvío" es preciso efectuar las siguientes observaciones iniciales:

a) En primer lugar, según ha sido visto, conforme a esta tesis se considera aceptable que la sociedad, mediante la oportuna previsión en las condiciones de emisión, se reserve la posibilidad de decidir en caso de suscripción incompleta, entre dejar sin efecto el acuerdo de aumento de capital (y, consiguientemente, también sin efecto los negocios de suscripción ya celebrados), o declararlo eficaz por la parte suscrita. Pues bien, en contra de la referida tesis podría, quizá, invocarse la aplicación de dos preceptos del Derecho general de obligaciones y contratos: el artículo 1256 del Código civil, que, como es sabido, impide que la validez y el cumplimiento de los contratos puedan dejarse al arbitrio de uno de los contratantes, y, en estrecha relación con el mismo, el artículo 1115 del Código civil, que prohíbe que el cumplimiento de la condición a la que se somete una relación contractual pueda depender de la "exclusiva voluntad del deudor" (prohibición de las denominadas "condiciones potestativas").

Con todo, la existencia de ambos preceptos no constituye, a nuestro juicio, un obstáculo insalvable para la aceptación de la "tesis del reenvío". Por un lado, en relación con el artículo 1115 del Código civil, es cierto que en la situación que se cuestiona podría verse, tal vez, el sometimiento de la eficacia del acuerdo de aumento del capital —y, por consiguiente, de las suscripciones efectuadas— a una doble condición: a la condición de que la cifra del aumento se suscriba por completo (condición casual), y a la condición de que, si no es así, la sociedad decida dar eficacia a ese aumento (y, con ello a los negocios de suscripción

---

del 3% de la cuantía total del aumento, en cuyo caso, los administradores vuelven a tener la opción de declarar eficaz el aumento o bien de declarar su ineficacia por falta de íntegra suscripción. La doctrina francesa considera que a fin de cumplir con los intereses protegidos por la norma (la información previa de los futuros suscriptores), basta con que éstos conozcan la mera *eventualidad* de la reducción de la cifra del aumento a la cantidad suscrita antes de suscribir las acciones (GUYON, "La mise en harmonie", *cit.*, p. 3067-8), razón por la cual deben figurar en el contenido del boletín de suscripción las diferentes opciones de las que, según el referido precepto, pueden hacer uso los administradores para el caso de incompleta suscripción (MESTRE/BLANCHARD-SÉBASTIEN, *Lamy Sociétés Commerciales*, *cit.*, marginal 3662).

celebrados), siendo esta última una condición potestativa por depender únicamente de la voluntad de la sociedad. No obstante, la crítica basada en la figura de la condición potestativa no nos parece obstativa, por sí misma, de la admisibilidad de la llamada “tesis del reenvío”. En el supuesto —dudoso— de que tal precepto resulte aplicable a nuestro caso<sup>601</sup>, no hay que olvidar, a este respecto, la conocida distinción admitida por la generalidad de la doctrina entre la condición potestativa pura (dependiente de la exclusiva voluntad del “deudor”) y la condición potestativa simple, que se da “cuando la voluntad del deudor dependa de un complejo de motivos que represente intereses apreciables y que, actuando sobre aquélla, influye en su determinación, aunque sean confiados a la valoración exclusiva del interesado”<sup>602</sup>, siendo sólo la primera la que resulta interdicta por el artículo 1115 C.c.<sup>603</sup>. Como es fácil de imaginar, si se quiere ver en la situación planteada el sometimiento de la eficacia del acuerdo de aumento y de los negocios de suscripción celebrados a una condición potestativa, se trataría, en todo caso, de una *condición potestativa simple* y no pura, porque, como decíamos, la decisión de la sociedad al respecto no depende de la mera voluntad o de circunstancias intranscendentes, sino que se funda en motivos serios y, por ello, susceptibles de tutela. Dicha decisión constituye el resultado de una valoración racional (conforme a criterios jurídicos y económicos) de una circunstancia objetiva (en cuanto fuera de la influencia de la sociedad) y eventual ya anunciada a los destinatarios de la oferta que puede tener repercusiones importantes sobre la causa misma (causa concreta) de la operación de aumento.

---

<sup>601</sup> El artículo 1115 del Código civil prohíbe las condiciones que dependan “de la exclusiva voluntad del deudor”, lo que ha dado pie a la doctrina a entender que no estarían prohibidas las condiciones potestativas que dependan de la exclusiva voluntad del acreedor, o aquellas condiciones potestativas puestas en una relación bilateral (incluso de carácter sinalagmático) cuando de la condición depende la puesta en vigor de la relación obligatoria convenida (*vid.* DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, II, *cit.*, p. 352-353).

<sup>602</sup> DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, II, *cit.*, p. 352 (citando a BETTI).

<sup>603</sup> Es opinión unánime, *vid.*, por ejemplo, MONTÉS PENADES “De las diversas especies de obligaciones”, *cit.*, p. 1048 y ss.; R. ALVAREZ VIGARAY, “Comentario al artículo 1115”, en C. Paz-Ares/L. Díez Picazo/R. Bercovitz/P. Salvador Coderch, *Comentario del Código civil*, II, Ministerio de Justicia, Madrid, 1993, p. 78 y ss.; DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, II, *cit.*, p. 352; LACRUZ BERDEJO, *Elementos de derecho civil*, II, vol. 1º, *cit.*, p. 463-464.

De igual manera, la licitud de la referida condición podría buscarse también a la luz de las denominadas *condiciones mixtas*, que se dan cuando la voluntad de uno o de ambos contratantes concurre con un suceso externo a fin de integrar ambos la condición, y cuyos efectos y fundamento de licitud son los mismos que los de la condición potestativa simple<sup>604</sup>. En este caso la presunta *condición mixta*, estaría integrada por el hecho casual y externo de la íntegra suscripción de la cifra del aumento y por la condición potestativa de la voluntad de la sociedad emisora.

Por otro lado, y en relación ahora con el artículo 1256 del Código civil, conviene tener presente que lo que este precepto trata de impedir es que la voluntad de uno sólo de los contratantes sustituya a la *lex contractus*, determinando la existencia de un desequilibrio en la relación contractual por el hecho de que una sola de las partes tenga atribuido el poder para hacer valer o no a su antojo la existencia del contrato, configurar caprichosamente el contenido del mismo o alterar el régimen legal de la nulidad, o, en general de la ineficacia. Sin embargo, el precepto no impide de manera absoluta que en el contrato se otorgue a una de las partes la facultad de ponerle fin mediante un receso unilateral, una rescisión u otro medio similar<sup>605</sup>. En realidad, la doctrina suele coincidir en que el verdadero significado de este precepto ha de buscarse en la propia prohibición legal de las condiciones potestativas del referido artículo 1115, de modo que lo que este precepto prohíbe es que el contrato se haga depender exclusivamente de la pura arbitrariedad o del "puro querer o no querer" de una de

---

<sup>604</sup> Así, por ejemplo, ALVAREZ VIGARAY, "Comentario al artículo 1115", *cit.*, p. 80.

<sup>605</sup> Vid. Díez-PICAZO, "Comentario al artículo 1256", en C. Paz-Ares/L. Díez-Picazo/R. Bercovitz/P. Salvador Cordech, *Comentario del Código Civil*, II, Ministerio de Justicia, Madrid, 1993, p. 433. Así, se considera que los pactos que atribuyen a una sola de las partes, bien el derecho a modificar unilateralmente el contenido del contrato, bien el derecho a disolver la relación contractual ya creada son plenamente conformes a la autonomía de la voluntad siempre que la atribución de poderes unilaterales respete los límites generales que condicionan la validez de cualquier acuerdo (*vid.* también, P. SCHLESINGER, "Poteri unilaterali di modificazione ("ius variandi") del rapporto contrattuale", *Giur. Comm.*, nº 19-1, 1992, p. 18-24; KLEIN, *El desistimiento unilateral*, *cit.*, p. 20 y ss.).

las partes en similar sentido a una condición potestativa pura<sup>606</sup>. Desde esta óptica se comprende que, en el presente caso, aunque la decisión de la sociedad de dar o no validez al aumento del capital y a las suscripciones ya efectuadas es un acto de voluntad de una de las partes de la relación comercial surgida con motivo de la suscripción, no constituye una decisión arbitraria o caprichosa, sino reservada a su favor de manera previa y explícita en las condiciones de la oferta ante el posible advenimiento de una circunstancia eventual, objetiva y externa —también previamente anunciada o comunicada a la otra parte de la relación (los suscriptores)—, que incide negativamente en las expectativas de la sociedad, y en cuya valoración entran una serie de consideraciones tendentes a encontrar la racionalidad económica que puede justificar o no la validez de la una operación de inferior cuantía a la prevista.

b) En segundo lugar, frente a la validez de la tesis que examinamos podría también oponerse que la misma vulnera, a la postre, el espíritu de las normas sobre suscripción incompleta que, en su *nivel máximo*, se identifica con la protección del interés de los suscriptores en conocer anticipadamente los *concretos efectos* que la eventual suscripción incompleta tendrá sobre la validez de los negocios de suscripción (y, conforme a ello, poder valorar con mayor conocimiento de causa su participación en la operación), sin quedar sometidos a la situación de incertidumbre que se derivaría de la posibilidad de que las consecuencias de tal evento se hicieran depender de una ulterior decisión de la sociedad.

En relación con esta objeción, no debe olvidarse, en efecto, que si se observan los trabajos preparatorios del texto definitivo del artículo 28 de la Segunda Directiva, la Propuesta modificada de Segunda Directiva de 1970

---

<sup>606</sup> La relación entre estos dos preceptos (1256 y 1115 C.c.) a efectos de su interpretación es destacada por la generalidad de la doctrina civil, entre otros, MONTÉS PENADÉS, "De las diversas especies de obligaciones", *cit.*, p. 1048 y ss.; ALVAREZ VIGARAY, "Comentario al artículo 1115", *cit.*, p. 79; Díez-PICAZO, "Comentario al artículo 1256", *cit.*, p. 433; E. QUIÑONERO CERVANTES, en M. Albaladejo (dir.), *Comentarios al Código civil y Compilaciones forales*, t. XVII, vol. 1º A, Madrid, 1993, p. 296-304.

contenía ya una prescripción en este sentido, puesto que sin optar *a priori* por una u otra consecuencia se limitaba a reenviar la solución respecto de la eficacia de la suscripción incompleta a lo que decidiera una nueva Junta general —que debía reunirse en el plazo de tres meses desde el cierre de la suscripción—, con la permanencia de la vinculación de los suscriptores hasta ese momento (art. 24)<sup>607</sup>. La razón del cambio de criterio plasmado en la redacción definitiva de la norma comunitaria se debió, precisamente, a la pretensión de elevar del grado de tutela de los suscriptores, a los que el texto de la citada Propuesta de 1970 dejaba en una desventajosa situación por quedar sometidos a los designios de una ulterior decisión a adoptar por la sociedad (una vez celebrados los negocios de suscripción) en la que no pueden todavía participar. Desde esta perspectiva se comprende que la llamada “tesis del reenvío” equivale a proponer una interpretación de las normas vigentes sobre la suscripción incompleta del aumento basada en una fórmula ya tenida en cuenta por el legislador en el proceso de elaboración de las mismas, y que fue rechazada en favor de la que se incorporó finalmente al texto definitivo.

Aun reconociendo que la crítica tiene un sólido fundamento, la misma no toma en cuenta un dato que diferencia la solución que contenía la Propuesta modificada de Segunda Directiva respecto de la posibilidad que ahora se cuestiona; diferencia que puede servir para justificar o, al menos, no rechazar de plano la viabilidad de esta última. En la Propuesta modificada, sin establecerse una solución legal aplicable por defecto ante el silencio en las condiciones de emisión, se atribuía en todo caso a la sociedad el poder para decidir *a posteriori* sobre la eficacia o ineficacia del aumento no suscrito, sin exigir que se informara previamente de esta posibilidad a los suscriptores. En el supuesto presente, en cambio, la sociedad se ve obligada a comunicar a los suscriptores (mediante la oportuna previsión expresa en este sentido en las condiciones de la emisión) su intención de reservarse la decisión sobre la posible eficacia del aumento en caso de suscripción incompleta, ya que de lo contrario, esto es, a falta de dicha

---

<sup>607</sup> Vid. *supra* Capítulo 1º, III, 3.1.

previsión, entraría en juego la regla general de la ineficacia prevista por la Ley. Pues bien, si la más clara finalidad de la norma sobre suscripción es la de procurar información *ex ante* a los futuros suscriptores acerca de las consecuencias de una eventual suscripción incompleta como uno de los aspectos necesarios para la adecuada formación del juicio del inversor, consideramos que la solución que se discute no desmerece este fin, pues, previamente avisados en las condiciones de la oferta, los suscriptores que no deseen quedar sometidos al riesgo de la incertidumbre podrán decidir no participar en la operación y dirigir su atención hacia otra inversión más segura<sup>608</sup>.

### 3.3.2. Conclusiones

Con arreglo a las consideraciones efectuadas hasta el momento, no parece que existan obstáculos insalvables para admitir la validez de una previsión expresa en las condiciones de emisión mediante la cual la sociedad reenvíe la solución respecto de la suerte del eventual aumento incompleto a una ulterior decisión a adoptar tras el cierre del plazo de suscripción. A nuestro juicio, dicha conclusión recibe suficiente apoyo en las razones que seguidamente, y de manera sucinta, se exponen:

Primera.— Al menos en el ámbito de la sociedad anónima, la solución cuya viabilidad se ha cuestionado no se opone al tenor literal de la norma (art. 161.1 LSA). Ésta, al igual que el precepto comunitario del que trae causa, establece solamente que para que el aumento del capital pueda efectuarse por la cuantía suscrita en caso de suscripción incompleta ha de haberse previsto de manera

---

<sup>608</sup> Vid., en este sentido, ampliamente, TARANTINO, "Aumento non integralmente sottoscritto", *cit.*, p. 608-612; también, GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale*, p. 294. Contra la citada "tesis del reenvío", no puede objetarse que en sociedades cerradas los minoritarios que no deseen quedar sometidos a dicha incertidumbre no disponen de más opción que la de no suscribir, con el consiguiente perjuicio que ello supone de cara al mantenimiento de la posición corporativa. Si la Ley hubiera querido proteger el interés de la minoría ante los aumentos incompletos (habida cuenta del perjuicio que para ellos supone la eficacia un aumento en el que no han participado) hubiera establecido otro sistema que no dejara, como deja el vigente, la llave de la solución a la decisión de la mayoría.

expresa *esta posibilidad* en las condiciones de emisión. Formalmente, la sociedad cumple con el contenido normativo cuando en las condiciones de emisión se limita a prever la posibilidad de que la cuantía del aumento del capital quede reducida al importe representado por las suscripciones recogidas, reservándose la decisión sobre el uso que conviene hacer de tal posibilidad hasta un momento posterior al cierre del plazo de suscripción.

Segunda.— Tampoco es óbice para la admisibilidad de una respuesta positiva el carácter *ipso iure* de la sanción de ineficacia del acuerdo de aumento por suscripción incompleta establecida por la norma, ni la pretendida automaticidad de los efectos legales derivados de la misma (art. 161.2 LSA). Respecto de lo primero, porque aun siendo cierto —como ya indicábamos en otro lugar— que la ineficacia opera de pleno derecho cuando acaece el supuesto de hecho previsto en la norma, no es menos cierto que esta sanción sólo se aplicará en caso de silencio de la sociedad en las condiciones de emisión, lo que no acontece en el supuesto que contemplamos, que se caracteriza, precisamente, por la oportuna previsión de la suscripción incompleta en las condiciones de emisión. Respecto de lo segundo, porque del propio texto de la norma cabe entender que aquellos efectos legales tienen carácter automático una vez que se ha decidido por parte de la sociedad que la consecuencia de la falta de íntegra suscripción sea la ineficacia del aumento en su conjunto (“*Si el acuerdo de aumento quedara ineficaz por suscripción incompleta...*”). Es decir, la automaticidad de los efectos que se establecen en párrafo 2º del artículo 161 parece quedar reservada para la hipótesis de que el aumento quede finalmente ineficaz por causa de suscripción incompleta. No obstante, a fin de no incumplir el plazo legal perentorio impuesto por la Ley para la eventual devolución de las aportaciones, la sociedad —ya sea la Junta general o los administradores previa delegación expresa de la Junta— deberá adoptar la decisión sin demora una vez cerrado el plazo de suscripción.

---

Tercera.— No se vulnera el espíritu de la norma. La tutela legal de la exigencia de información previa a los suscriptores tiene su grado máximo en el otorgamiento de una certeza absoluta sobre cuál será la concreta consecuencia que se derive de una eventual suscripción incompleta. Desde esta óptica, no puede dejar de reconocerse que la llamada "tesis del reenvío" supone una cierta *rebaja* en el grado de protección ofrecido por la norma. Con todo, esta *rebaja* no es incompatible con el mínimo de protección exigido por dicha norma<sup>609</sup>. Mediante la previsión expresa en las condiciones de la emisión, los futuros suscriptores quedan suficientemente informados acerca de los términos de la oferta, sabiendo que si el aumento no es suscrito en su totalidad la sociedad podrá decidir, a la vista del resultado de la suscripción, entre dejar sin efecto la operación o llevarla a cabo en inferior cuantía. De esta manera, se amplía el margen de autonomía privada del que puede disponer la sociedad (que puede, si lo desea, optimizar la decisión acerca de la congruencia entre la cifra definitiva del aumento del capital y la finalidad perseguida por la ampliación) sin perjudicar a los suscriptores, que siempre podrán dejar de suscribir si no les satisfacen las condiciones de la oferta.

Cuarta.— Desde un punto de vista técnico-jurídico, la posibilidad planteada puede encontrar un adecuado soporte, bien por la vía de la llamada *condición unilateral*, bien por la vía de la *invitatio ad offerendum*.

En relación con la primera, la doctrina reciente admite, al amparo de la autonomía privada, la licitud de las cláusulas que atribuyan a uno solo de los contratantes el poder para determinar los efectos que un cierto evento ha de producir en orden a la suerte del contrato. De este modo, la condición a la que se somete el contrato opera exclusivamente en favor de una sola de las partes, que tendrá la facultad y no la obligación de valerse de la misma: el titular de la facultad podrá libremente decidir entre mantener o no la vigencia de un negocio que está destinado, de otra manera, a quedar ineficaz como consecuencia del

---

<sup>609</sup> Destacando la compatibilidad de esta solución con el mínimo de protección del interés tutelado que garantiza la norma sobre suscripción incompleta, GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale*, cit., p. 294.



acaecimiento de una condición resolutive o la falta definitiva del acaecimiento de una condición suspensiva<sup>610</sup>. Así pues, desde esta perspectiva, no existiría inconveniente, en principio, para admitir la validez de la práctica por virtud de la cuál la sociedad se reserva en las condiciones de la emisión la facultad de valerse o no de la condición de la íntegra suscripción a la que se somete la eficacia del acuerdo de aumento, de modo que una vez verificada la falta de cumplimiento de la condición (esto es, comprobado que el aumento no se ha suscrito por completo al cierre del plazo de suscripción) podrá decidir entre invocar o no tal circunstancia para determinar la eficacia o la ineficacia del aumento.

Pero también, y fuera del ámbito de la condición, la referida reserva incorporada a las condiciones de la emisión puede encontrar su fundamento dogmático en la figura de la *invitatio ad offerendum*. Como es sabido, frente a la oferta en sentido estricto (apta por sí sola para perfeccionar el negocio propuesto y generar la vinculación de las partes una vez recaída la aceptación sin necesidad de una ulterior declaración del oferente) la *invitatio ad offerendum* o invitación a realizar ofertas constituye un tipo de propuesta negocial que, simplemente, abre un proceso de negociación que sólo culmina cuando el originario proponente acepta las ofertas efectuadas por los destinatarios de la *invitatio*. Si se observa el modo en que funciona la práctica cuya validez se cuestiona se observa que, en

---

<sup>610</sup> Esta figura, que constituye un supuesto atípico de condición, diferente, por tanto, del que se circunscribe en los márgenes del esquema legal, ha recibido cierto tratamiento por parte de la doctrina italiana reciente, sobre la base de algunos pronunciamientos jurisprudenciales. Así, *vid.*, entre otras, las aportaciones de M. BACIN, "La condizione unilaterale: un test dell'autonomia contrattuale", *Riv. Dir. Civ.*, n° 4 (jul.-ag.), 1998, p. 339-359; PETRELLI, *La condizione "elemento essenziale"*, *cit.*, p. 226 y ss. Los autores que defienden su validez justifican la licitud de este *genus* atípico de condición en las nuevas exigencias socio-económicas, que requieren una regulación contractual y una distribución de intereses diferente a los tenidos en cuenta por el legislador de la época. El sentido práctico de tales "condiciones unilaterales" es el de anticipar en el contrato un posible cambio futuro en las circunstancias que lo rodean y que puede determinar que a una de las partes le convenga renunciar a la condición a la que aquél se ha sometido una vez verificado el acaecimiento de dicha condición.

En cualquier caso, se advierte que la figura de la condición unilateral se asemeja en gran medida a la del contrato doblemente condicionado (sometido a una condición casual y, simultáneamente, a una condición potestativa simple), conduciendo a idéntico resultado.

realidad, lo que la sociedad está haciendo mediante la incorporación de dicha reserva en las condiciones de la emisión es comunicar a los suscriptores que, ante la circunstancia de la suscripción incompleta, se atribuye la facultad de aceptar o no las solicitudes de suscripción formuladas por aquéllos. La reserva de aceptación incorporada a las condiciones de emisión para el caso de que el aumento no se cubra por completo, determina que la oferta de las nuevas acciones hecha por la sociedad —si es que, dadas las circunstancias, se trataba, en verdad, de una auténtica oferta—, se convierte una mera *invitatio ad offerendum* como consecuencia de la falta de cobertura del aumento, que legitima, por ello, a la sociedad para rechazar las suscripciones efectuadas dentro del plazo de suscripción<sup>611</sup>.

Quinta.— En cualquier caso, la respuesta final a esta cuestión debe hacerse depender, tal vez, de las circunstancias en las que se desarrolla la operación de aumento y la oferta a los suscriptores. Si el aumento del capital se realiza mediante una oferta privada, son menos las razones para cercenar de manera absoluta el juego de la autonomía privada cuando su ejercicio no deja desprotegidos los intereses tutelados por la norma. Si el aumento se realiza con oferta pública de suscripción, la interpretación de la norma sobre suscripción incompleta debe tener en cuenta las reglas que inspiran el Derecho del Mercado de Valores, cuyas normas tienen, además, un marcado carácter imperativo. En este sentido, las reglas de seguridad, definición previa y protección del inversor (en la formación de un juicio completo, razonado o fundado sobre la inversión que se le propone) pueden, quizá, resultar poco compatibles con la incertidumbre que ocasiona el que el emisor se limite a informar sin más en el preceptivo folleto de que, en caso de suscripción incompleta, adoptará la oportuna decisión sobre la eficacia o ineficacia del aumento del capital una vez cerrado el plazo de suscripción establecido. Por otro lado, como ya advertíamos en otra parte de este

---

<sup>611</sup> Así, CAROTA, "La revoca", *cit.*, p. 865, nota 8.

trabajo<sup>612</sup>, esta incertidumbre asociada a una ulterior decisión a adoptar *ex post* no está exenta de costes para el emisor, ya que puede desviar la atención de los inversores hacia otros valores más seguros.

---

<sup>612</sup> *Vid. supra* Capítulo 4º, II, 3.

## **CAPÍTULO QUINTO**

### **EL ÁMBITO DE APLICACIÓN DE LA DISCIPLINA POR RAZÓN DE LAS CLASES Y MODALIDADES DE AUMENTO DEL CAPITAL SOCIAL**

## I. INTRODUCCIÓN

1. Una vez efectuado el análisis jurídico-positivo de la disciplina reguladora de la suscripción incompleta —tanto de los elementos configuradores de su supuesto de hecho (Cap. 2º) como de las consecuencias aplicables a éste (Cap. 3º)—, y habiendo esclarecido asimismo el significado normativo de dicha disciplina a la luz de los diversos intereses en conflicto y del papel que cabe asignar a la autonomía de la voluntad en este contexto (Cap. 4º), corresponde ahora abordar la cuestión del alcance práctico del ámbito de aplicación del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas en función de las especificidades que puede presentar el aumento del capital en sus distintas modalidades y variantes. Se trata, por lo tanto, de determinar cómo ha de proyectarse la mencionada disciplina sobre la heterogénea realidad material comprendida en el tipo normativo de la suscripción incompleta. Esta tarea exige tomar en consideración las peculiaridades propias de la operación de aumento y, en particular, sus distintas clases, los *procedimientos técnico-jurídicos* empleados para llevarla a cabo, así como, finalmente, determinados rasgos caracterizadores de ciertos aumentos por razón de su función auxiliar o accesorio respecto de otras operaciones jurídicas de diferente naturaleza.

Conforme a esta distinción es preciso determinar si, partiendo de la existencia de una variada gama de formas de realizar un aumento del capital social, la norma legal sobre la suscripción incompleta del aumento en la sociedad anónima es aplicable a *todo aumento del capital* cualquiera que sea su clase o el procedimiento de ejecución elegido, o si, por el contrario, las características específicas que cualifican cada una de estas formas de llevar a cabo la operación impiden que respecto de alguna o algunas de ellas la norma pueda ser aplicada (entre otras cosas, porque la operación no encaja en el supuesto de hecho previsto en la misma) o, al menos, dificultan su aplicación. La delimitación del ámbito de aplicación del artículo 161 desde esta perspectiva se hace necesaria porque dicha norma está redactada, al menos en apariencia, con una vocación de aplicación general: por un lado, no distingue en función de las distintas clases y

procedimientos de aumento; por otro lado, y en cuanto a su ubicación sistemática, se encuentra situada en la Ley a modo de "norma de cierre" de la regulación del aumento del capital social, precisamente, al final de la sección dedicada a regular las distintas modalidades que puede adoptar esta operación jurídica.

2. A los efectos indicados, y para facilitar el tratamiento del tema, distinguiremos, en primer lugar, entre los *procedimientos técnicos* que se pueden utilizar para realizar el aumento del capital social. El Derecho español reconoce a la sociedad que desee ampliar su capital la posibilidad de recurrir a dos (únicos) procedimientos distintos: el aumento del capital puede materializarse, bien en una elevación del valor nominal de las acciones ya existentes en la medida correspondiente a la nueva franja de capital social y sin que ello suponga emisión de nuevas acciones, o bien en un aumento del número de acciones en curso cuando la sociedad proceda, como será lo habitual, a la emisión de nuevas acciones<sup>613</sup>. En relación con estos *procedimientos técnicos*, lo que se tratará de

---

<sup>613</sup> En cuanto a los posibles procedimientos técnicos de realización del aumento del capital no ha existido ninguna novedad sustancial respecto de lo contenido en la Ley de Sociedades Anónimas de 1951, ya que de la lectura de su artículo 88, relativo al denominado "contravalor" del aumento, y del artículo 94, que regulaba específicamente el aumento del capital con cargo a reservas, ya podía deducirse la existencia de estas dos modalidades de aumento del capital. No obstante, el texto del artículo 151 de la vigente Ley es, sin duda, más correcto desde un punto de vista técnico y ha supuesto una significativa mejora en el sentido de clarificar el contenido de las derogadas disposiciones legales citadas. Esta mejora en la redacción, a la que se une el valor sistemático del propio precepto, se manifiesta en una doble vertiente: por un lado, la Ley actual establece expresamente que estas dos, y ninguna otra, son las modalidades a través de las cuales puede llevarse a cabo una operación de aumento del capital. Por otro lado, mediante su separación en párrafos numerados, se diferencia nítidamente lo que son en sentido estricto los *procedimientos técnicos* de aumento del capital (art. 151.1) de lo que es la *clase o modalidad* de aumento, es decir, la operación de aumento considerada desde la óptica del tipo o naturaleza de los bienes que sirven de contrapartida económica a la nueva fracción de capital (art. 151.2). En relación con esta última perspectiva es posible apreciar, sin embargo, que, a diferencia de la referencia expresa contenida en sentido permisivo en la Ley de Sociedades Anónimas de 1951, la Ley vigente guarda silencio sobre la posibilidad de que la ampliación del capital tenga como contravalor las denominadas *plusvalías*, esto es, el incremento de valor que tras un determinado periodo de tiempo han experimentado algunos de los bienes que componen el patrimonio social. A pesar de ello, este aparente "olvido" no debe interpretarse como sinónimo de prohibición (así, sobre la posibilidad de que las plusvalías de revalorización de elementos patrimoniales puedan ser objeto de capitalización, J.Mª GARCÍA-MORENO GONZALO, "Actualización de balances: afloración y aplicación de reservas ocultas", en VV.AA., *Estudios jurídicos en homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, II, Madrid, 1996, p. 1852 y ss.). El problema de la ejecución de esta clase de aumento del capital —cuya importancia es ciertamente marginal— residirá, no obstante, en la necesidad de exteriorizar previamente dichas plusvalías, lo que lleva consigo un alto coste fiscal salvo que se realice en el marco de una Ley de actualización de balances. A estos efectos valga mencionar que

averiguar es si la aplicación de la norma sobre suscripción incompleta tiene como presupuesto ineludible y exclusivo que el aumento del capital se efectúe a través de la emisión de nuevas acciones (como a primera vista parece), o si, además, cuando el aumento se lleva a cabo mediante la elevación del valor nominal de las antiguas acciones puede llegar a verificarse alguna situación similar a la contemplada por dicho precepto que justifica la aplicación del mismo.

En cuanto a las *clases de aumento del capital*, la delimitación del alcance de la aplicación de la norma sobre suscripción incompleta exige discriminar entre las diferentes *clases de contravalor o contrapartida económica* que pueden respaldar la operación de aumento. A este fin, se prestará atención al aumento del capital efectuado con cargo a nuevas aportaciones, tanto dinerarias como no dinerarias, al aumento mediante compensación de créditos, a la ampliación por transformación de reservas y beneficios que ya figuraban en el patrimonio social (art. 151.2 LSA), y, en fin, al aumento mediante la conversión de obligaciones en acciones (arts. 292 y ss. LSA)<sup>614</sup>.

---

en el momento actual está en vigor la Ley de Actualización de Balances establecida en el artículo 5 del Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre Medidas Urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica. En este precepto se prevé que el importe de la revalorización de elementos patrimoniales consecuencia de operaciones de actualización debe pasar a integrar en el Balance una cuenta especial dentro de la partida de Fondos Propios (denominada "Reserva de revalorización RD-Ley 7/1996, de 7 de junio"). En esta cuenta son abonadas las llamadas plusvalías monetarias, esto es, el incremento neto del valor del elemento patrimonial objeto de actualización contable. Del saldo de la cuenta "Reserva de revalorización" sólo se puede disponer cuando se verifiquen las circunstancias expresadas en el artículo 13 del Real Decreto 2607/1996, de 20 de diciembre (por el que se aprueban las Normas para Actualización de Balances regulada en el artículo 5 del Real Decreto-Ley 7/1996 de 7 de junio y en la Disposición Adicional Primera de la Ley 10/1996 de 18 de diciembre, de Medidas Fiscales Urgentes sobre corrección de la doble imposición interna intersocietaria y sobre incentivos a la internacionalización de las empresas). En caso de que se den dichas circunstancias, uno de los fines a los que puede ser destinado el saldo de referencia es precisamente la ampliación del capital social (así, expresamente, el art. 15 del R.D. 2607/1996). Sobre el tema de la actualización de balances, *vid.* C. ALBIÑANA GARCÍA-QUINTANA, "Derecho de sociedades y actualización de balances", *RdS*, nº 8, 1997, p. 214 y ss.

<sup>614</sup> Este catálogo de tipos y clases de aumento del capital legalmente reconocidos, constituye *numerus clausus*, por lo que no sería posible diseñar nuevos tipos de aumento del capital (PAZ-ARES, "El aumento mixto", *cit.*, p. 13, destacando que el denominado *aumento mixto del capital* no representa una nueva figura, sino una combinación de las figuras típicas). Desde un punto de vista jurídico, y siempre que se respeten las especialidades relativas a cada figura, caben todas las combinaciones posibles entre los dos *procedimientos técnicos* mediante los que el aumento del capital repercute en la composición accionarial y las distintas *clases de contrapartida económica*.

El análisis de la aplicación de la disciplina sobre la suscripción incompleta del aumento del capital no puede concluir sin poner de manifiesto que, en ciertas ocasiones, el aumento del capital social y la correspondiente emisión de acciones no resulta ser más que una *operación auxiliar o accesorio* respecto de otra operación jurídica distinta, y a la que la ampliación del capital social sirve de instrumento para la consecución de un resultado específico. Así acontece, por ejemplo, en los casos de aumento de capital en los supuestos de fusión por absorción o de lanzamiento de una OPA cuya contraprestación consiste en títulos a emitir. El aumento aparece aquí funcionalmente integrado en la operación de fusión o en el procedimiento de la oferta pública de adquisición. Esta falta de autonomía de la ampliación del capital y su función de instrumento necesario para la viabilidad de la fusión o de la OPA es, a nuestro juicio, el elemento que justifica revisar la aplicación de la norma sobre suscripción incompleta a situaciones que, formalmente, entran dentro de la descripción del supuesto de hecho que la misma contempla: ante la existencia de acciones sobrantes procedentes del aumento del capital y no habiendo previsto la sociedad esta circunstancia, la pregunta obligada es si debe ser de rigurosa aplicación el artículo 161 —en cuyo caso la ineficacia del aumento impediría llevar a cabo la fusión o concluir la OPA— o si, debido al destacado carácter instrumental del aumento del capital, la solución debe ser favorable a la conservación de la eficacia del mismo como regla general.

Por último, y con carácter residual, el ámbito de aplicación de la norma se delimitará en atención al círculo de destinatarios a los que se dirija la oferta de suscripción. En particular, dentro de este apartado se verá si la norma sobre suscripción incompleta se aplica tanto a los aumentos en los que los accionistas

---

Sin embargo, es evidente que desde un punto de vista práctico algunas de estas combinaciones se presentan más adecuadas que otras a los efectos de facilitar o aligerar el desarrollo material de la operación o incluso de hacerla viable.



tienen reconocido el derecho de suscripción preferente, como a aquellos otros en los que este derecho ha sido excluido.

## II. EL ÁMBITO DE APLICACIÓN DE LA NORMA POR RAZÓN DEL PROCEDIMIENTO TÉCNICO DE AUMENTO DEL CAPITAL

### 1. El aumento del capital social por elevación del valor nominal de las acciones ya existentes

A la vista de los procedimientos técnicos que pueden ser utilizados para llevar a la práctica un aumento del capital social (emisión de nuevas acciones y elevación del valor nominal de las antiguas), uno de los problemas que plantea el artículo 161 de la Ley de Sociedades AnónimasLSA es el de la posible aplicación de la solución normativa al aumento del capital efectuado mediante elevación del valor nominal de las acciones ya existentes. Ciertamente, la simple lectura del texto del precepto citado induce a pensar, ya a primera vista, que la norma ha sido elaborada para ser aplicada a las operaciones de aumento del capital que se ejecutan mediante la *suscripción* de acciones (esto es, mediante las declaraciones expresas de socios o terceros dirigidas a la sociedad solicitando la adquisición originaria de una o varias acciones), suscripción que sólo puede tener lugar cuando el aumento se realiza mediante la emisión de nuevas acciones<sup>615</sup>. El reconocimiento de la técnica de aumento del capital con emisión de acciones como presupuesto implícito de la aplicación de la norma llevaría, en consecuencia, a excluir de su ámbito de aplicación todas aquellas operaciones de aumento que se instrumenten a través de la elevación del valor nominal de las antiguas acciones, cualquiera que sea la contrapartida económica que respalde esa nueva cifra de capital<sup>616</sup>.

#### 1.1. La elevación del valor nominal de las acciones con cargo a reservas o beneficios

---

<sup>615</sup> Así se deduce del tenor literal de la norma. Por un lado el precepto está rubricado con la expresión "Suscripción incompleta". A continuación, se define el supuesto de hecho normativo como la "falta de la íntegra *suscripción* del aumento dentro del plazo fijado para ello". Y, junto a ello, la norma dispone que el capital se aumentará en la cuantía de las suscripciones efectuadas cuando esta posibilidad se haya previsto en las "condiciones de la *emisión*" (cfr. art. 161.1 LSA).

La inaplicación de la norma citada al aumento del capital con elevación del valor nominal de las antiguas acciones no plantea ninguna duda cuando aquél se realiza con cargo a reservas o beneficios. En este caso, una vez que el aumento del capital ha sido acordado con el cumplimiento de los requisitos especiales que exige la Ley (*vid.* art. 157 LSA), los administradores de la sociedad procederán, sin más, a ajustar el balance a la nueva estructura patrimonial (realizando el traspaso contable entre las partidas afectadas), a solicitar la inscripción de la operación en el Registro Mercantil, y, tras la inscripción, a rectificar o sustituir los títulos antiguos por otros en los que conste el nuevo valor nominal cuya elevación ya ha sido cubierta con los recursos internos de la sociedad<sup>617</sup>.

El carácter no sustantivo de la ejecución del aumento en este supuesto y la propia naturaleza del contravalor que sirve de respaldo ha llevado a afirmar, incluso, que el aumento del capital es efectivo desde el momento mismo de la adopción del acuerdo, sin que sea necesaria —ni exista en sentido estricto— una fase de ejecución de la que dependa la eficacia del aumento<sup>618</sup>, hasta el punto de

---

<sup>616</sup> Así, CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", *cit.* p. 750; en el mismo sentido DE LA CÁMARA, *El capital social*, *cit.*, p. 302.

<sup>617</sup> *Vid.* ROJO, "El acuerdo de aumento", *cit.*, p. 2342, con fundamento en el artículo 62 de la Ley de Sociedades Anónimas. Sobre las distintas formas de materializar la elevación del valor nominal según si las acciones están representadas por medio de títulos o de anotaciones en cuenta, A. MARTÍNEZ NADAL, *El aumento del capital con cargo a reservas y beneficios en la sociedad anónima*, Madrid, 1996, p. 396 y ss.

<sup>618</sup> Así, entre otros, MARTÍNEZ NADAL, *El aumento del capital con cargo a reservas*, *cit.* p. 229 y ss.; MARCHETTI, "Problemi", *cit.*, p. 89. No obstante, como veremos, cuando el aumento *gratuito* se efectúa con emisión de nuevas acciones, si bien éstas no requieren ser suscritas y desembolsadas, sí precisan ser adjudicadas, y esta adjudicación, que deberán llevar a cabo los administradores de la sociedad, sí constituye un auténtico —el único en estas clases de aumento— acto de ejecución (*arg. ex. art. 166.4.1º RRM*; implícitamente también, ROJO, "El acuerdo de aumento", *cit.*, p. 2342, al negar la existencia de fase de ejecución sólo en relación con los aumentos con cargo a reservas *con elevación del valor nominal de las antiguas acciones*). Sin embargo, respecto de esta adjudicación, que constituye un *acto debido* para la sociedad, no pueden plantearse circunstancias susceptibles de invalidar el acuerdo de aumento, por lo que, en definitiva, en los aumentos *gratuitos* con emisión de acciones también resulta válida la afirmación de que la eficacia del ~~acuerdo~~ de aumento no depende de su ejecución.

Por otro lado, la ausencia de fase de ejecución cuando el aumento del capital se efectúa *con cargo a reservas* es clara en el Derecho alemán, que, incluso si el procedimiento elegido es la emisión de acciones, establece que el aumento es eficaz *en el momento de la inscripción del simple*

que sería posible la práctica de la inscripción del simple acuerdo, desde el momento mismo de su adopción, como una excepción añadida al principio general de inscripción simultánea del acuerdo y de la ejecución (*cfr.* art. 162.1º y 2º LSA)<sup>619</sup>. En consecuencia, la naturaleza misma del contravalor impide que en este caso pueda llegar a plantearse un supuesto de aumento incompleto, ya que podría decirse que el aumento gratuito “nunca puede resultar incompleto porque goza anticipadamente de cobertura”<sup>620</sup>. La discusión sobre la aplicación del artículo 161 a esta clase de aumentos carece, por esta razón, de fundamento.

### 1.2. La elevación del valor nominal de las acciones con cargo a nuevas aportaciones

1. A diferencia del caso anterior, la discusión en torno a la aplicación de la norma sobre suscripción incompleta del aumento adquiere cierta justificación cuando la elevación del valor nominal de las antiguas acciones tiene carácter oneroso para los accionistas. En tal supuesto pueden tener lugar determinadas circunstancias dentro de la fase de ejecución del acuerdo de aumento dotadas de cierto grado de semejanza con el supuesto de hecho normativo de la suscripción incompleta.

---

*acuerdo de aumento* en el Registro Mercantil, considerándose las nuevas acciones como totalmente desembolsadas (§ 211 y § 214 AktG). El régimen contrasta con el establecido en relación con el aumento con *cargo a nuevas aportaciones*, que sólo es eficaz *desde la inscripción de la ejecución del acuerdo* (*cfr.* § 189 AktG). De ahí que, a diferencia de lo que acontece en los aumentos onerosos, en los *gratuitos* es desde el momento de la inscripción del acuerdo y no desde la inscripción de su ejecución, cuando la sociedad puede emitir las nuevas acciones y los accionistas adquieren los nuevos derechos de socio (*cfr.* § 219 y § 191 AktG; *vid.* LUTTER, *Kölner Komm., cit.*, en especial, § 211, marginales 2 y ss. y § 214, marginal 2; KRIEGER, *Münchener Handbuch, cit.*, § 59, marginal 36).

<sup>619</sup> *Vid.* en este sentido, MARTÍNEZ NADAL, *El aumento del capital con cargo a reservas, cit.*, p. 229 y ss; no obstante, VEGA PÉREZ, “Aumento de capital con cargo a reservas”, en A. Alonso Ureba y otros (coord.), *Derecho de sociedades anónimas*, t. III, vol. 1º, Madrid, 1994, p. 482 y ss.

<sup>620</sup> A. SÁNCHEZ ANDRÉS, “Ampliaciones parcialmente gratuitas del capital en la sociedad anónima”, *RJN*, nº 6, 1993, p. 174; la cuestión no ofrece mayores dudas ni merece mayor atención; *vid.* también, CABANAS TREJO, “La suscripción incompleta”, *cit.*, p. 751-752; MARTÍNEZ NADAL, *El aumento del capital con cargo a reservas, cit.*, p. 222 y ss.

Según es sabido, en lo que constituye una excepción al régimen general de adopción de acuerdos sociales (principio de la mayoría de capital)<sup>621</sup>, la Ley obliga a recabar el consentimiento de *todos los accionistas* como requisito imprescindible para adoptar el acuerdo de aumento del capital mediante elevación del valor nominal de las acciones cuando dicha elevación no se cubra íntegramente con cargo a reservas o beneficios de la sociedad (*vid.* art. 152.2 LSA y art. 166.3 RRM)<sup>622</sup>. Por exclusión, del texto legal se deduce que este requisito especial es exigible, desde luego, cuando el contravalor del aumento consista en nuevas aportaciones dinerarias y, más dudosamente, cuando consista en aportaciones no dinerarias o el aumento se realice por compensación de créditos<sup>623</sup>. Cada uno de

---

<sup>621</sup> De hecho es éste el único caso en el que, por prescripción legal, resulta legítima la exigencia de unanimidad para acordar un aumento del capital. En el resto de supuestos la doctrina española, al igual que la jurisprudencia y doctrina italianas, niega de manera generalizada que los Estatutos sociales puedan exigir la unanimidad para la adopción de acuerdos sociales. El argumento por lo común utilizado es el atentado contra uno de los principios configuradores de la sociedad anónima, cual es el principio mayoritario. La Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada de 1995 ha venido a corroborar esta opinión, prohibiendo expresamente que los estatutos puedan exigir la unanimidad (art. 53.3 LSRL). Por el contrario, en el ordenamiento alemán autorizadas opiniones admiten la validez de las cláusulas estatutarias que exijan el consentimiento de todos los accionistas para aumentar el capital (*vid.*, por todos, ROJO, "El acuerdo de aumento", *cit.*, p. 2343-2344, con amplia cita de literatura española y extranjera en torno a las dos posiciones).

<sup>622</sup> El fundamento de tal exigencia es de sobra conocido: el principio de limitación de responsabilidad que sustenta la base de esta forma social impide que pueda imponerse a los accionistas nuevas obligaciones patrimoniales sin su consentimiento, lo que sucedería si la Junta general pudiera decidir por mayoría que el aumento del capital se efectuara mediante elevación del valor nominal de todas las acciones respaldado económicamente por nuevas aportaciones de sus titulares (así, en la doctrina tradicional, por todos, GARRIGUES-Olivencia, *Comentario*, II, *cit.*, p. 244; y más recientemente, entre otros, J. QUIJANO, "Modificación de Estatutos", en A. Alonso Ureba y otros (coords.), *Derecho de sociedades anónimas*, III, vol. 1º, Madrid, 1994, p. 56; MARTÍNEZ NADAL, *El aumento del capital con cargo a reservas*, *cit.*, p. 209 y ss.; y para la sociedad de responsabilidad limitada, SÁNCHEZ GONZÁLEZ, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital social", *cit.*, p. 272). Esta norma constituye una concreta y especial aplicación en sede de aumento del capital de la norma general (art. 145.1 LSA) que respecto de cualquier clase de modificación de Estatutos exige la *aquiescencia de los interesados* cuando dicha modificación implique nuevas obligaciones para los accionistas (así lo destaca J. L. IGLESIAS PRADA "Sobre el aumento del capital por compensación de créditos", *AAMN*, T. XXXIII, p. 225, nota 29).

<sup>623</sup> En nuestra opinión, el carácter especial y la naturaleza no fungible de las aportaciones no dinerarias y de la compensación de créditos no se compaginan bien con el riguroso requisito de la aquiescencia de todos los socios, puesto que no existen razones de peso que justifiquen la separación del régimen general de adopción del acuerdo de aumento. Así, quizá debiera bastar en estos casos la aplicación de la regla de la mayoría para la adopción del acuerdo de aumento, lógicamente junto con el cumplimiento de los requisitos legales específicos de esta clase de contravalor (*vid.* arts. 155 y 156), complementada con el consentimiento de aquellos socios que

los accionistas goza, de este modo, de un auténtico derecho de veto sobre la operación. En tales circunstancias, si todos los accionistas dan su consentimiento al aumento del capital —bien en el seno de la propia Junta que delibera sobre la adopción del acuerdo en caso de estar presentes o representados en la misma todos los accionistas, o bien fuera de la misma mediante una declaración expresa de aquiescencia o de adhesión al acuerdo en caso de accionistas no asistentes<sup>624</sup>—, deberán realizar sus aportaciones en la forma y en el plazo

---

deben aportar los bienes a cambio de la elevación del nominal de sus acciones o que verán compensados de esta forma los créditos que ostentan contra la sociedad (en el mismo sentido, *vid.* DE LA CUESTA, "El aumento y la reducción" del capital social", *cit.*, p. 175 y p. 198; respecto del aumento mediante compensación de créditos, también IGLESIAS PRADA, "Sobre el aumento del capital", *cit.*, p. 225, nota 29; V. MAMBRILLA RIVERA, "Aumento del capital por compensación de créditos", en A. Alonso Ureba y otros (coords.), *Derecho de sociedades anónimas*, III, vol. 1º, Madrid, 1994, p. 369-370; ÁVILA DE LA TORRE, *La modificación de estatutos*, *cit.*, p. 515, nota 881; de forma algo más matizada, GALÁN LÓPEZ, "El aumento del capital", *cit.*, p. 449 y ss. En contra de semejante interpretación, entre otros, abiertamente, DE LA CÁMARA, *El capital social*, *cit.*, p. 412; Mª A. DÍAZ GÓMEZ, *Las aportaciones no dinerarias en la Sociedad Anónima: contenido, valoración y desembolso*, Madrid, 1997, p. 260, quienes exigen aún en estos casos el respeto a la exigencia de consentimiento de todos los accionistas). En cualquier caso, la elevación del valor nominal exclusivamente en relación con las acciones de titularidad de dichos socios aportantes de bienes *in natura* o de créditos obligaría a la sociedad a crear una serie distinta y separada para todas las acciones cuyo nominal ha sido modificado, debido a la exigencia legal de que todas las acciones que pertenezcan a una misma serie tengan igual valor nominal (art. 49.2 LSA).

<sup>624</sup> Ha de hacerse notar que la Ley no exige que el acuerdo sea adoptado *por unanimidad* en la Junta que decide el aumento, sino que todos los accionistas de la sociedad presten su consentimiento al aumento del capital. Por esta razón, para legitimar esta clase de aumento no será suficiente el consentimiento de todos los accionistas asistentes a la Junta cuando no todos los socios que componen la sociedad se encuentran presentes o representados en esa Junta. Pero la falta de asistencia a la Junta de alguno o algunos socios tampoco debe tener como consecuencia inevitable la imposibilidad de acordar válidamente esta clase de aumento, si se tiene en cuenta que la Ley no requiere que el consentimiento de los socios se manifieste, precisamente, en el seno de la Junta. En favor de esta idea debe admitirse, por tanto, que el acuerdo pueda adoptarse con los votos afirmativos de los socios concurrentes a la Junta (por sí o por representante), bajo la condición de que los socios no asistentes manifiesten después dicho consentimiento fuera de la Junta (en este sentido, URÍA/MENÉNDEZ/IGLESIAS PRADA, en Uría/Menéndez, *Curso de Derecho Mercantil*, I, *cit.*, p. 1176; en el mismo sentido, para la sociedad de responsabilidad limitada, SÁNCHEZ GONZÁLEZ, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital social", *cit.*, p. 273, quien destaca que aun cuando la escritura del aumento no exprese que todos los socios han prestado su consentimiento, la misma será inscribible en el Registro Mercantil si dicho consentimiento consta en otra escritura independiente o resulta de modo expreso del acta del acuerdo de aumento firmada por los administradores de la sociedad).

Con todo, y a pesar de la claridad del texto legal, se ha llegado a cuestionar la posible legalidad de un acuerdo de aumento del capital por elevación del valor nominal de las acciones con carácter oneroso no adoptado con el consentimiento de todos los accionistas, siempre que la elevación del nominal afecte exclusivamente a aquellas acciones pertenecientes a los accionistas que han prestado su consentimiento y permanezca invariable el valor de las acciones pertenecientes a aquéllos que no consientan en realizar nuevas aportaciones patrimoniales.

designado por los administradores de la sociedad o, en su caso, en el que resulte del propio acuerdo de aumento<sup>625</sup>.

---

Ciertamente, desde una perspectiva formal la decisión mayoritaria a favor de aumentar el capital no impone a los accionistas disidentes ninguna obligación nueva, puesto que éstos, simplemente, no se verán afectados por el aumento del capital. Sin embargo, el obstáculo para la legalidad de esta práctica está en que la misma produce una ruptura en el principio de proporcionalidad y una alteración en la posición relativa de los accionistas, sin que exista un mecanismo compensatorio para los disidentes, como sí existe, por el contrario, en el caso del aumento con emisión de nuevas acciones. En este último supuesto, los socios que no quieran o no puedan ejercitar el derecho de suscripción preferente podrán compensar económicamente el efecto dilución través de la venta del derecho de suscripción.

Tras ponderar otras posibles soluciones alternativas, ésta fue la razón de que durante la vigencia de la Ley de Sociedades anónimas de 1951, la doctrina se inclinara finalmente por la invalidez de un aumento con elevación del valor nominal de las acciones de carácter oneroso que no se encuentre respaldado por el voto favorable de todos los accionistas (por todos, *vid.* SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, *cit.*, p. 119-123). Y esta solución es la que se ha incorporado a la Ley vigente (*vid.*, entre otros, URÍA/MENÉNDEZ/ IGLESIAS PRADA, en *Uría/Menéndez, Curso de Derecho Mercantil*, I, *cit.*, p. 1175-1176; ROJO, "El acuerdo de aumento de la sociedad de responsabilidad limitada", *cit.* p. 853; M<sup>a</sup> J. CASTELLANO RAMÍREZ, "El aumento del capital social", *Noticias de la Unión Europea*, nº 151, 1997, p. 98; en contra de la regla de la unanimidad y a favor, como propuesta de *lege ferenda*, de la validez de un acuerdo de aumento adoptado por mayoría que afecte sólo a los accionistas que han votado a favor, VELASCO SAN PEDRO, "El derecho de suscripción", *cit.*, p. 544-545). Por su parte, la Dirección General de los Registros y del Notariado ha resuelto a favor de la validez de un acuerdo de aumento del capital por elevación del valor nominal de las acciones con cargo a nuevas aportaciones adoptado por mayoría, bajo la doble condición de que el aumento afecte exclusivamente a los accionistas que han prestado su consentimiento, por un lado, y, por otro, que se arbitre un mecanismo alternativo con el que se logre respetar el principio de proporcionalidad, por ejemplo, emitiendo otras nuevas acciones que tengan como destinatarios exclusivos a los accionistas que no dieron su consentimiento (*vid.* RDGRN de 15 de noviembre de 1995 —Ar. RJ 8410—). La doctrina registral contenida en la citada resolución ha recibido cierto grado de aceptación, así, SÁNCHEZ GONZÁLEZ, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital social", *cit.*, p. 260; ÁVILA DE LA TORRE, *La modificación de estatutos*, *cit.*, p. 516).

<sup>625</sup> Aunque la Ley de sociedades anónimas nada disponga sobre la forma y el momento para proceder al desembolso del incremento del valor nominal de las acciones, la sociedad puede acordar esta modalidad de aumento también como total o parcialmente desembolsado. Así se deduce del artículo 166.3 del Reglamento del Registro Mercantil (relativo a la documentación del aumento por elevación del valor nominal de las acciones), que tras establecer como menciones obligatorias de la escritura de aumento la cuantía y las condiciones del desembolso, efectúa una remisión al precepto dedicado a determinar la forma de hacer constar en la escritura de constitución o de aumento del capital lo relativo al desembolso de los dividendos pasivos (art. 134 RRM). Sobre esta base, se deduce que la sociedad puede exigir el total desembolso o sólo una parte de éste, bien requiriendo a los socios para que efectúen su aportación de manera simultánea al otorgamiento del consentimiento a la operación de aumento, o bien abriendo sucesivamente a la adopción del acuerdo un plazo para que los accionistas procedan a realizar sus aportaciones, al cierre del cual los administradores podrían solicitar la inscripción de la operación en el Registro Mercantil.

Más dudoso es que la totalidad del importe a desembolsar por cada accionista para cubrir la elevación del nominal de las acciones de las que es titular pueda quedar aplazado hasta un momento futuro en que sea exigido por los administradores, sin que este aplazamiento impida la inscripción del aumento en el Registro Mercantil. Puede pensarse que el único límite a este

En este contexto puede acontecer que habiendo prestado todos los accionistas su consentimiento al aumento del capital, después alguno o algunos de ellos no efectúen el desembolso exigido por la sociedad, ya sea éste el total del importe que respalda la elevación del valor nominal de las acciones que corresponden a cada accionista o, simplemente, un importe mínimo inicial<sup>626</sup>. Esta circunstancia guarda —al menos a primera vista— una evidente relación con el supuesto de hecho previsto en la norma sobre suscripción incompleta (art. 161 LSA), ya que aunque dicha circunstancia no concuerda exactamente con la descripción del tipo normativo presente en el referido precepto, ambos casos confluyen en el mismo resultado material: la discordancia entre la cuantía de la

---

aplazamiento del pago de la elevación del valor nominal está en la necesidad de cumplir el principio de desembolso mínimo legal del capital social, de modo que no es necesario desembolso actual alguno por parte de los accionistas siempre que la parte de valor nominal desembolsado por cada acción una vez aumentado el capital no resulte inferior al veinticinco por ciento de éste (*arg. ex. arts. 12 y 152.3 LSA*). Este criterio es el que ha seguido en algunas ocasiones la jurisprudencia registral, que ha sostenido que "en las hipótesis en que la ampliación se realice por elevación del valor nominal de las acciones preexistentes, ese criterio se traduce exclusivamente en la necesidad de que una vez ejecutado el aumento, el nuevo valor nominal de cada una de ellas quede desembolsado en tal porcentaje, siendo indiferente el medio para su consecución; por tanto, si la cantidad anteriormente desembolsada por cada acción permite cubrir ese porcentaje mínimo del nuevo valor que se les atribuye, está plenamente satisfecha aquella exigencia, careciendo en consecuencia de respaldo legal la imposición adicional de un desembolso actual, siquiera mínimo, de parte del aumento"; así, *vid.*, entre algunas otras, DGRN de 26 de marzo de 1992 (BOE de 827-5-1992), RDGRN de 22 de mayo de 1992 (B.O.E 8-7-1992), RDGRN de 18 de noviembre de 1991 (BOE de 18-1-1992), RDGRN de 19 de noviembre de 1991 (BOE de 13-1-1992). Entre la doctrina, acoge esta opinión MARTÍNEZ NADAL, *El aumento del capital con cargo a reservas*, cit., p. 397, nota 23; en contra, DE LA CUESTA, "El aumento y la reducción", cit. p. 188, en el sentido de que también cuando la ampliación del capital se efectúa mediante elevación del nominal de las acciones es preciso el desembolso mínimo inicial del veinticinco por ciento. En cualquier caso, la propia doctrina registral declara que este criterio no resulta válido para la modalidad de aumento del capital mediante emisión de nuevas acciones con cargo a nuevos desembolsos. Respecto de este supuesto, la Dirección General de los Registros y del Notariado exige el desembolso mínimo respecto de *cada acción*, "sin que quepa trasvase del capital desembolsado de unas acciones a otras", es decir, "sin que para el desembolso de las nuevas acciones pueda utilizarse el capital desembolsado de las acciones ya existentes" (RDGRN de 31 de marzo de 1999, Ar. RJ 2190).

<sup>626</sup> El problema planteado parte del hecho de que la sociedad haya acordado un desembolso inicial *sucesivo* a la prestación del consentimiento, ya fijando un plazo o período para ello, ya estableciendo un día concreto en el que los socios que consintieron deben efectuar las aportaciones. En cambio, si la sociedad ha exigido que el desembolso del incremento del valor nominal se efectúe *simultáneamente* a la declaración de aquiescencia de los socios al aumento, debe entenderse, a nuestro juicio, que la sociedad pretende otorgar al desembolso el carácter de requisito *sine qua non* de la existencia misma del consentimiento, de modo que la ausencia de desembolso equivale en sí misma a ausencia de consentimiento, no pudiendo, en consecuencia, realizarse el aumento del capital.



ampliación que figura en el acuerdo de aumento y la cuantía —inferior— efectivamente conseguida tras la ejecución del acuerdo. Si el supuesto de hecho de hecho previsto en la norma de referencia es la falta de suscripciones suficientes para absorber el total de las acciones emitidas (con la consecuente falta de compromisos de aportación en número suficiente para respaldar económicamente el total de la cifra del aumento acordada)<sup>627</sup>, en el supuesto que ahora se discute la misma falta de cobertura de la cuantía de la ampliación se produce, toda vez que a pesar de haber consentido todos los accionistas al aumento del capital después no todos proceden a ratificar su compromiso mediante el desembolso exigido<sup>628</sup>. En ambos casos el aumento del capital queda, pues, incompleto.

2. Es, precisamente, esta identidad en el resultado material al que conducen los dos supuestos confrontados lo que justifica cuestionar si la norma sobre suscripción incompleta debe ser de aplicación también al aumento con elevación del valor nominal de las acciones cuando se produzcan las circunstancias que han sido descritas. Al menos en el ámbito de la sociedad de responsabilidad limitada el problema no ha sido desconocido por la doctrina<sup>629</sup>. En este contexto se ha indicado que cuando ha existido el consentimiento de todos los socios al aumento

---

<sup>627</sup> Así, el principio de íntegra suscripción aplicado al aumento del capital significa que "debe estar comprometida la aportación de la cifra correspondiente a la parte del capital social aumentado" (MARTÍNEZ NADAL, *El aumento del capital con cargo a reservas*, cit., p. 222).

<sup>628</sup> A diferencia de lo que ocurre con la regulación española de aumento del capital social, este problema no tiene posibilidad de surgir en otros Ordenamientos jurídicos cercanos. Así ocurre en el Derecho alemán y en el italiano, donde el aumento del capital con cargo a nuevas aportaciones sólo puede ser realizado mediante emisión de nuevas acciones, quedando relegado el procedimiento de la elevación del valor nominal de las acciones ya existentes a los casos en que el aumento del capital se efectúe con cargo a la transformación de reservas o beneficios sociales (cfr. § 182.1 AtkG y art. 2442 *in fine Codice Civile*). De aquí también la inexistencia en estos Ordenamientos de un precepto similar que exija el consentimiento de todos los accionistas para proceder al aumento. Por el contrario, el problema sí podría en hipótesis plantearse en el sistema francés, que contiene un precepto de análogo contenido al artículo 152.2 Lde la Ley de Sociedades Anónimas española (cfr. art. L. 225-127.3º del *Code de Commerce*).

<sup>629</sup> Vid. el planteamiento del problema en ROJO, "El aumento del capital de la en la sociedad de responsabilidad limitada", cit., p. 853, también respecto de la sociedad de responsabilidad limitada, URÍA/MENÉNDEZ/IGLESIAS PRADA, en Uría/Menéndez, *Curso de Derecho Mercantil*, I, cit., p. 1184; BERCOVITZ, "Modificación del capital social", cit., p. 451-452.

del capital por elevación del valor de las antiguas participaciones con cargo a nuevas aportaciones (art. 74.1 LSRL) y, después, alguno o algunos de los socios no procedan a desembolsar la parte del nuevo capital que les corresponda, el aumento queda incompleto, debiéndose resolver la situación mediante el recurso a la norma sobre aumento incompleto establecida por la Ley (art. 77 LSRL). De este modo, salvo que la sociedad hubiera optado expresamente en el acuerdo de aumento a favor de la ineficacia, el aumento del capital será eficaz por la cuantía desembolsada, sin experimentar variación alguna el valor nominal de las participaciones correspondientes a aquellos socios que consintieron el aumento y que, con posterioridad, no desembolsaron<sup>630</sup>.

La tesis en favor de la subsunción del supuesto cuestionado dentro del ámbito de aplicación de la norma que regula el *aumento incompleto* (art. 77 LSRL) —que los autores señalados defienden respecto de la sociedad de responsabilidad limitada—, llevaría a entender, por una mera razón de coherencia, que, en el ámbito de la sociedad anónima, el mismo supuesto (la existencia de consentimiento sin desembolso) debe ser resuelto también mediante la aplicación de la norma paralela sobre aumento incompleto: la norma sobre *suscripción incompleta* del aumento del capital establecida en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas). El problema es que si en el ámbito de la sociedad de responsabilidad limitada el recurso a la norma sobre aumento incompleto puede proporcionar una solución adecuada al presente caso, la adecuación de la solución normativa quizá no resulte igualmente predicable en el ámbito de la sociedad anónima, habida cuenta de que para esta última forma social dicha solución es, justamente, de signo contrario. El artículo 161, como es sabido, establece como regla general la ineficacia del aumento incompleto. De este modo, ante lo improbable que es que la sociedad haya previsto expresamente en el acuerdo de aumento la contingencia de la falta de desembolso por parte de algún

---

<sup>630</sup> Así, URÍA/MENÉNDEZ/IGLESIAS PRADA, en Uría/Menéndez, *Curso de Derecho Mercantil*, I, cit., p. 1184 y p.1176; BERCOVITZ, "Modificación del capital social", cit., p. 451-452; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital social", cit., p. 288.

accionista que ha prestado su consentimiento a dicho aumento, la aplicación del precepto tendría como consecuencia el fracaso total y absoluto de la ampliación del capital.

Esta diferencia de régimen respecto de la disciplina que rige para las sociedades de responsabilidad limitada conduce, en nuestra opinión, a que en relación con la sociedad anónima la subsunción del supuesto cuestionado dentro del ámbito de aplicación del artículo 161 sea una solución altamente insatisfactoria desde el punto de vista del interés social. El simple hecho de que algún accionista que, no obstante, prestó su consentimiento al aumento del capital no realice después el desembolso que le corresponde, tendrá como consecuencia la ineficacia total de una operación de ampliación del capital que puede ser necesaria o muy conveniente para el interés social. Además, es preciso advertir que el tipo de sociedad anónima en el que, por evidentes razones de orden práctico, podrá tener lugar un aumento del capital mediante el procedimiento señalado es el de la sociedad anónima cerrada con un número de socios no demasiado elevado, que no presenta demasiadas diferencias sustantivas con la sociedad de capital cerrada típica que es la sociedad de responsabilidad limitada. Si la razón principal que justificó el que la solución legal para el aumento incompleto en la sociedad limitada se desviara respecto del régimen previsto para la sociedad anónima fue la conveniencia de facilitar el fortalecimiento de los recursos propios en aquella forma social (en atención a los caracteres que identifican el tipo cerrado con el que se corresponde la sociedad limitada), el mismo espíritu debe inspirar —según creemos— la búsqueda de una hipotética solución al problema del aumento incompleto en el contexto de las sociedades constituidas en forma de anónima pero que responden al tipo de sociedad cerrada, lo que, al menos para el caso presente, pasa por la necesidad de no incluir el mismo en el ámbito de aplicación de la norma sobre suscripción incompleta del aumento.

---

3. Con arreglo a las consideraciones realizadas, respecto de la sociedad anónima, la tesis a favor de dejar el supuesto planteado fuera del ámbito de

aplicación del artículo 161 encuentra, además, suficiente apoyo en varios y ulteriores argumentos:

Primero.— En primer lugar, en un argumento de índole estrictamente formal, basado en la redacción literal de las normas sobre el aumento incompleto presentes en las leyes respectivas de sociedades anónimas y de sociedades de responsabilidad limitada. Mientras que en relación con la sociedad de responsabilidad limitada el fenómeno es subsumible sin violencia en la descripción normativa literal del tipo (la subsunción no fuerza la literalidad de la norma), no ocurre lo mismo en relación con la sociedad anónima, debido a la distinta descripción del supuesto de hecho objeto de regulación (*cfr.* art. 77 LSRL y art. 161 LSA). El artículo 161 describe el tipo normativo como la *falta de íntegra suscripción de la emisión de acciones realizada con motivo de un aumento del capital* (de modo que puede resultar algo forzoso incluir en dicho tipo normativo supuestos de aumento del capital en los que no hay emisión de acciones ni hay tampoco, y en consecuencia, suscripción de acciones). A diferencia, la norma que disciplina el aumento incompleto en la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada no habla de manera específica de creación de nuevas participaciones sociales ni de asunción de las mismas, sino que la descripción del tipo normativo del aumento incompleto es, simplemente, *la falta del íntegro desembolso del aumento* en el plazo otorgado para ello, que es, en rigor, lo que acontece en el presente caso. El supuesto normativo literal regulado en el artículo 77 puede llegar a producirse con independencia de que el aumento se realice con creación de nuevas participaciones o con elevación del valor nominal de las antiguas<sup>631</sup>.

Segundo.— La insuficiencia, por sí solo, del argumento formal (en atención a que, según hemos señalado, con independencia de la literalidad de la norma el resultado material al que conduce el supuesto que se discute es similar al derivado del supuesto de hecho normativo literal del artículo 161), exige apoyar la

---

<sup>631</sup> Así lo reconoce, por ejemplo, SÁNCHEZ GONZÁLEZ, "Modificación de los estatutos. Aumento y reducción del capital social", *cit.*, p. 288.

tesis de la exclusión con otros argumentos de carácter sustantivo. Entre estos se encuentra el argumento basado en el *valor jurídico del consentimiento* prestado por el socio a esta modalidad de aumento del capital y en el *significado de la relación entre dicho consentimiento y la falta de desembolso*.

a) En el contexto del aumento del capital con emisión de nuevas acciones con cargo a nuevas aportaciones se ha sostenido que la emisión del voto en el seno de la Junta que delibera sobre la adopción del acuerdo de aumento y la posterior suscripción de las acciones son actos que gozan de recíproca autonomía, por lo que el accionista, aún habiendo votado a favor del acuerdo, no está obligado después a suscribir las nuevas acciones<sup>632</sup>. Es, pues, el acto de suscripción de un determinado número de acciones y no el voto a favor del acuerdo lo que constituye la fuente de la obligación de aportar, o, en otros términos, el elemento causal del acto de aportación o desembolso<sup>633</sup>. La cuestión es si este principio es predicable de la misma manera respecto del consentimiento otorgado por los accionistas a la propuesta de una elevación del valor nominal de las acciones con cargo a nuevas aportaciones, teniendo en cuenta que en esta modalidad de aumento no existe un plazo similar al plazo de suscripción que se otorga en el supuesto de emisión de acciones, destinado a que los accionistas que han prestado su consentimiento al aumento puedan ratificar su deseo de participar en dicho aumento, comprometiéndose, sólo desde entonces, a efectuar el desembolso correspondiente a la elevación del valor nominal de sus acciones.

---

<sup>632</sup> Es opinión unánime, *vid.*, por todos, ROJO, "El acuerdo de aumento", *cit.*, p. 2344.

<sup>633</sup> Como ya se ha indicado, la suscripción ha sido definida como el acto por el cual una persona realiza una declaración de voluntad solicitando la adquisición originaria de un determinado número de acciones, obligándose frente a la sociedad a efectuar una aportación equivalente en términos económicos al importe nominal de las acciones que adquiere. La suscripción constituye, en consecuencia, la *fuente de la obligación de aportar* (es opinión unánime, *vid.* URÍA/Menéndez, *Comentario*, I, *cit.*, p. 207; E. BELTRÁN, *Los dividendos pasivos*, Madrid, 1998, p. 21-22; R. LÓPEZ ORTEGA, *Los dividendos pasivos*, Madrid-Barcelona, 1998, p. 33-34). Este carácter obligacional de la aportación —dejando en este momento de lado el significado que pueda dársele a la ejecución del desembolso mínimo inicial en relación con la eficacia misma de la suscripción (*vid. infra* Capítulo 6º, II)— es destacado en general por los autores (así, por ejemplo, MARTÍNEZ NADAL, *El aumento del capital con cargo a reservas*, *cit.*, p. 224) y es lo que en la actualidad se deduce del artículo 162.2 de la Ley de Sociedades Anónimas cuanto establece que "los suscriptores quedan *obligados* a hacer su aportación desde el momento mismo de la suscripción" (nuestra la cursiva).

Al respecto dos son, en hipótesis, las soluciones posibles. Por un lado, entender que la prestación del consentimiento al aumento oneroso mediante elevación del valor nominal de las acciones no puede asimilarse al acto de suscripción, sino al simple voto a favor del acuerdo. De este modo, la aquiescencia inicial del socio a esta concreta modalidad de aumento no hace surgir por sí sola una obligación de éste frente a la sociedad por el desembolso del incremento del valor nominal de las acciones de las que es titular, sino que, a pesar de la existencia del consentimiento, el socio es libre después para aportar o no los fondos correspondientes a dicha elevación del nominal de las acciones. La prestación del consentimiento negocial (que constituye la causa de la aportación) se produce, así pues, de manera tácita con el propio acto de aportación. Por otro lado, y como segunda solución hipotética, entender que la prestación del consentimiento por el socio al aumento del capital no es equivalente sólo al mero voto a favor en la adopción del acuerdo, sino que, constituye la prestación de un auténtico consentimiento negocial respecto del acto de desembolso, que compromete al accionista frente a la sociedad a desembolsar la parte del aumento de capital que le corresponda (según el valor de las acciones de las que es titular) en el momento en que sea requerido para ello.

En relación con la cuestión que nos ocupa, las consecuencias de seguir una u otra solución presentan algunas diferencias no despreciables. Conforme a la primera, la emisión del consentimiento individual por cada accionista equivale al simple voto a favor del aumento del capital propuesto y, en este sentido, constituye únicamente el requisito inicial y excepcional —esto es, excepcional respecto del régimen general de la adopción de acuerdos por mayoría— que exige la Ley para otorgar validez al acuerdo de aumento. Pero en modo alguno significa que la emisión de dicho consentimiento haga surgir para el socio un compromiso negocial firme frente a la sociedad por el desembolso del incremento del valor de sus acciones. En otros términos, el que todos los accionistas hayan prestado su consentimiento al aumento del capital en la cuantía propuesta no significa que la sociedad cuente ya frente a sus socios con los compromisos

firmes de aportación de los fondos patrimoniales precisos para cubrir la cifra de la ampliación del capital acordada, careciendo, en consecuencia, de derecho de crédito contra el socio que ha consentido al aumento y que después no ha desembolsado<sup>634</sup>. Vista la situación desde esta perspectiva, el juicio a favor de la analogía entre el supuesto que ahora se cuestiona y el supuesto de hecho legal típico del aumento incompleto regulado en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas (la suscripción incompleta del aumento) —que justifica la extensión de la aplicación de la norma al primero— resulta menos controvertido, ya que la consecuencia que se produce en ambos casos es la referida falta de compromisos de aportación (cuyo cumplimiento pueda ser exigido, incluso de manera forzosa, por la sociedad) en medida suficiente para respaldar económicamente el total de la cuantía de la ampliación del capital acordada. En ambos casos, el aumento del capital queda, pues, *definitiva e irremediabilmente* incompleto.

A nuestro modo de ver, sin embargo, existen razones para pensar que la prestación del consentimiento a esta modalidad de aumento por el accionista representa, al menos con carácter general, algo más que el mero voto a favor del acuerdo, constituyendo la fuente de una nueva obligación de aportar que surge a cargo del socio frente a la sociedad. Así puede deducirse, por un lado, si se examina la cuestión a la luz de la regulación legal que es la antecesora del régimen hoy vigente. La Ley de Sociedades Anónimas de 1951 reconocía también la posibilidad de aumentar el capital mediante la elevación del valor nominal de las acciones antiguas con carácter oneroso (art. 88 LSA 1951). Pero, a diferencia de

---

<sup>634</sup> Al menos en el ámbito de la sociedad de responsabilidad limitada, ésta parece ser la tesis defendida por un relevante sector doctrinal (vid. URÍA/MENÉNDEZ/IGLESIAS PRADA, en Uría/Menéndez, *Curso de Derecho Mercantil*, I, cit., p. 1176), que, no obstante, no encuentra impedimentos para que, en caso de que algún socio que prestó su consentimiento al aumento después no desembolse, el aumento del capital pueda realizarse por el valor desembolsado y manteniendo aquellas participaciones inalterado su valor. Así, se sostiene que la previa prestación del consentimiento por el socio al acuerdo de aumento comporta aceptar las consecuencias desfavorables derivadas del hecho de no desembolsar después la parte que le corresponde, que se traducirán en el *efecto dilución* del valor de sus participaciones en relación con la nueva cifra de capital. El problema reside en que en el ámbito de la sociedad limitada la norma reguladora del aumento incompleto sirve, como los propios autores señalan, a este propósito inicial, mientras que en el ámbito de la sociedad anónima la norma sobre aumento incompleto constituye un obstáculo para el mismo.

la Ley vigente, la decisión de aumentar el capital a través de este procedimiento sólo se encontraba sometida a las reglas generales de la mayoría, sin exigirse el consentimiento de todos los accionistas. Ante esta situación, la doctrina más autorizada destacó la incompatibilidad de la regla de la mayoría para adoptar el acuerdo de aumento con el principio general de la responsabilidad limitada, que impedía obligar a los socios a realizar nuevas aportaciones a título de riesgo sin su consentimiento. Frente a otras posibles soluciones alternativas, se abogó por la necesidad de exigir el consentimiento unánime de todos los accionistas como requisito especial para poder el aumento a través de este procedimiento como la solución más aceptable a la vista de los intereses en juego<sup>635</sup>. Así, se indicaba que el consentimiento prestado por los socios al aumento propuesto tenía el efecto de vincular a todos los accionistas al aumento del capital, y, en la medida en que dicho consentimiento debía considerarse equivalente a la suscripción que se practica cuando el aumento se realiza con emisión de acciones, determinaba la obligación del socio de desembolsar el incremento de valor nominal de sus acciones<sup>636</sup>. Esta solución doctrinal es, a nuestro entender, la que se convirtió en solución legal mediante su incorporación al texto del artículo 152.3 de la vigente Ley de Sociedades Anónimas.

b) Por otro lado, a la misma conclusión se llega si se atiende al diferente contenido que tiene la propuesta de aumento dirigida a los accionistas según que la ampliación se realice con emisión de nuevas acciones o con elevación del nominal de las antiguas. En el primer caso, cuando la propuesta de aumento se somete a la deliberación y aprobación por los accionistas en la Junta General no se está pidiendo a dichos accionistas que se comprometan a desembolsar ellos mismos el valor de las nuevas acciones, puesto que este compromiso inicial no resulta imprescindible para cubrir la cifra del aumento del capital que consta en la

---

<sup>635</sup> Por todos, SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción preferente*, cit., p. 122-123 y los autores por él citados (p. 120, nota 109).

<sup>636</sup> Vid. el argumento en SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, cit., p. 120 y nota 109.



propuesta. Al ser las nuevas acciones que se emitan valores completamente independientes a los anteriores, éstas pueden ser suscritas y, en consecuencia, desembolsadas tanto por los propios accionistas de la sociedad como por otras personas que no son socios, bien porque las acciones estén dirigidas terceros, bien porque los accionistas decidan ceder sus derechos de suscripción. El voto afirmativo del socio a la propuesta de aumento es necesario para contribuir a formar la voluntad social de aumentar el capital en una determinada cuantía creando nuevas acciones, pero una vez formada dicha voluntad esas nuevas acciones no tienen que ser desembolsadas necesariamente por los accionistas de la sociedad, sino por la persona —accionista o no— que adquiera la titularidad de la acción través de la suscripción. De ahí que, como antes hemos afirmado, el voto afirmativo en la Junta no implique compromiso de desembolso del emisor del voto.

Por el contrario, cuando el aumento se realiza elevando el valor nominal de las acciones antiguas, el desembolso sólo puede provenir de los titulares de dichas acciones, ya que el derecho sobre ese aumento del valor nominal “no cobra vida autónoma, sino que permanece unido a la propiedad de la acción, lo que equivale a decir que hay que ejercitarlo personalmente y que desaparece por tanto la posibilidad de transmisión, salvo que se transmita la acción misma”<sup>637</sup>. Por eso se sobreentiende que cuando la sociedad propone aumentar el capital en una determinada cuantía mediante la elevación del valor nominal de las acciones con cargo a nuevos desembolsos y solicita, como requisito de validez de la adopción del acuerdo de aumento, el consentimiento de todos los socios, está solicitando de manera simultánea el compromiso de éstos a desembolsar la cifra del aumento propuesta, porque sin la existencia de este compromiso dicha cuantía no podrá llegar a cubrirse. De este modo, si un socio da su consentimiento a que el aumento del capital se realice precisamente a través de este procedimiento, está consintiendo de manera implícita a obligarse al desembolso del incremento de

---

<sup>637</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, cit., p. 122; vid. también la más reciente opinión manifestada sobre la misma cuestión en “Principios, casos y conceptos”, cit., p. 890; en análogo sentido, VEGA PÉREZ, “Aumento de capital con cargo a reservas”, cit., p. 493.

valor de las acciones de las que es titular, habida cuenta de la imposibilidad de que los fondos que respaldan la cifra de aumento propuesta puedan provenir de persona distinta.

c) A la vista de estos argumentos (y sin despreciar una posible objeción en cuanto a lo forzado que puede resultar el intento de crear ciertos paralelismos entre procedimientos de ejecución del aumento tan distintos como son la emisión de nuevas acciones y la elevación del valor nominal de las ya existentes) puede concluirse que, *como regla general y salvo que otra cosa se deduzca de las circunstancias del caso concreto*, cuando el aumento se realiza mediante elevación del valor nominal de las antiguas acciones, la "suscripción" se produce mediante el consentimiento al incremento del capital propuesto a cambio de la aportación correspondiente, pudiendo atribuirle a dicha aquiescencia —de manera similar a la suscripción en sentido estricto— el valor de fuente de la obligación de desembolsar<sup>638</sup>. De otro modo, es decir, si se considerara que el consentimiento prestado carece de fuerza vinculante en relación con el desembolso, sería tanto como decir que el consentimiento al aumento prestado por cada socio puede ser revocado individualmente *a posteriori* mediante la simple omisión del desembolso, de modo que se dejaría en manos de cada socio, una vez adoptado el acuerdo de aumento, la posibilidad de llevar a cabo o no la operación de aumento ya acordada. El socio puede ejercitar su derecho de veto a la ampliación del capital propuesta no consintiendo cuando es requerido para ello (en el seno de la Junta o fuera de ella para el caso de accionistas no asistentes y no representados), pero

---

<sup>638</sup> En este sentido, DE LA CUESTA, "El aumento y la reducción", *cit.* p. 189; decididamente, BERCOVITZ, "Modificación del capital social", *cit.* p. 451-452, quien, en el marco de la sociedad de responsabilidad limitada, entiende que "cuando la Ley exige el consentimiento de todos los socios para el aumento del valor nominal de las participaciones parte de la idea de que el contenido de ese consentimiento se refiere a la asunción por el socio de la obligación de aportar", de modo que si no aporta, y con independencia de las consecuencias que este hecho pueda tener para la eficacia del aumento del capital, "la sociedad podrá exigir al socio el desembolso al que se comprometió, incluso con daños y perjuicios en su caso"; también, por lo que parece, VELASCO SAN PEDRO, "El derecho de suscripción", *cit.*, p. 544-545; indirectamente ésta es también la conclusión a la que parece llegar QUIJANO, "Modificación de Estatutos", *cit.* p. 58), si bien planteándose el problema en el marco más general de la aquiescencia prestada ante una propuesta de modificación de Estatutos que implica nuevas obligaciones para los accionistas (*cfr.* art. 145.1 LSA).

si no lo ejerce no podrá después revocar libre y unilateralmente el consentimiento prestado, y menos aún simplemente no desembolsando.

Esta conclusión sobre el valor jurídico que cabe atribuir al consentimiento individual del socio al aumento y sobre la relación entre este consentimiento y el acto de desembolso, aleja el problema planteado de aquel otro de la suscripción incompleta del aumento del capital regulado en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas. Y ello porque dicha conclusión permite afirmar que cuando la ampliación del capital se realiza a través del incremento del valor de las acciones con cargo a nuevas aportaciones y todos los socios consienten al incremento del capital social en la cuantía propuesta, aunque no puede decirse, en rigor, que la operación nace íntegramente desembolsada —como ocurriría si el contravalor consistiera en reservas o beneficios—, sí puede decirse que nace íntegramente “suscrita”, de modo que el supuesto de aumento incompleto planteado en relación con la referida clase de aumento del capital (la falta de desembolso por parte de algún socio que consintió al aumento) aparece, así, como un supuesto netamente diferente del supuesto de hecho regulado en la norma sobre suscripción incompleta del aumento. Éste, según recordamos, consistía en la suscripción incompleta entendida como falta de compromisos de aportación en medida suficiente para cubrir la cuantía de la ampliación que consta en el acuerdo, lo que no puede acontecer en este procedimiento de aumento que ya en origen sólo es viable sobre la base del consentimiento de todos los accionistas en obligarse a aportar dicha cifra<sup>639</sup>.

Llegados a este punto, se advierte sin dificultad que el problema de la falta efectiva del desembolso inicial por parte de alguno o algunos de los socios que consintieron a la operación se sitúa en un plano diferente al que ocupa el problema de la falta de íntegra suscripción del aumento. Aquél se sitúa en el plano relativo a los problemas que derivan de situaciones de incumplimiento de la

obligación de aportar surgida a cargo de los socios frente a la sociedad. No se trata aquí de que los fondos económicos que respaldan la cifra proyectada del aumento del capital no puedan ser conseguidos por la falta de compromisos de aportación suficientes, sino de que la sociedad encuentra dificultades sobrevenidas para allegarse dichos fondos debido a un *incumplimiento* de las obligaciones de desembolso inicial ya nacidas en el marco de una ampliación íntegramente "suscrita" o "comprometida" en el momento de la adopción del acuerdo social o durante el plazo establecido por la sociedad a este fin. Y, a diferencia del supuesto de la inexistencia de compromisos de aportación en cantidad suficiente para cubrir la cuantía del aumento acordado, aquella circunstancia no determina por sí misma que el aumento del capital quede *definitiva e irremediabilmente* incompleto, ya que la cuantía de la ampliación es todavía susceptible de ser completada debido a la acción que tiene la sociedad para exigir el cumplimiento —incluso de manera forzosa— frente al socio que incumplió su obligación de desembolso<sup>640</sup>.

Tercero.— Los argumentos expuestos para defender la inaplicación del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas al supuesto cuestionado se complementan con el argumento basado en la *ratio* que ha inspirado la solución legal al problema del aumento del capital no suscrito íntegramente que aparece regulado en el referido precepto. A nuestro modo de ver, esta norma responde a la protección de unos intereses que no se ponen en juego en el caso de que el aumento del capital se realice mediante la elevación del valor nominal de las acciones. Según ha de recordarse, con carácter preferente a la protección del eventual interés de la sociedad que decide aumentar el capital en una

---

<sup>639</sup> Así, algún autor ha llegado incluso a entender que las cautelas adoptadas por la Ley en este supuesto de aumento del capital tienen como fin eliminar toda posibilidad de aumentos no cubiertos (FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, "El capital autorizado", *cit.*, p. 232).

<sup>640</sup> En similar sentido, *vid.* BERCOVITZ, "Modificación del capital social", *cit.*, p. 452, cuando afirma que si como consecuencia del derecho de la sociedad a exigir al socio el desembolso al que se comprometió, este desembolso es finalmente realizado, el aumento acordado quedaría entonces "completado" y podría elevarse el valor nominal de las participaciones afectadas (la consideración del autor aparece efectuada en el ámbito de la sociedad de responsabilidad limitada, pero resulta igualmente válida en el marco de la sociedad anónima).

determinada cifra y no en otra, la norma ha sido diseñada para proteger el interés de los suscriptores de las nuevas acciones emitidas —en especial, del suscriptor de emisiones públicas de sociedades abiertas— frente al hecho de que el aumento del capital no resulte suscrito en su totalidad en el plazo establecido para ello<sup>641</sup>. Teniendo en cuenta que la suscripción incompleta se deberá en muchas ocasiones a que el mercado no ha juzgado favorablemente la nueva emisión y que esta circunstancia se reflejará negativamente sobre las acciones, aquel interés no es otro que el de disponer de información anticipada sobre las consecuencias que tendrá la falta de cobertura del aumento sobre los contratos de suscripción. Así, la norma permite que el suscriptor cuente con la confianza de que, a menos que se le indique lo contrario previamente, tendrá derecho a obtener el reembolso del valor invertido si la emisión no tiene el éxito esperado.

Sobre esta base, no es difícil advertir que el interés preferentemente protegido por la norma no existe en caso de que el aumento del capital se efectúe mediante la elevación del valor nominal de las acciones, por lo que decae, en consecuencia, la necesidad de establecer una medida de protección semejante a la que se encuentra en la norma sobre suscripción incompleta. En efecto, por un lado, el aumento del capital con elevación del valor nominal de las acciones y con cargo a nuevas aportaciones es una operación que, *stricto sensu*, no se dirige *al mercado* porque se desarrolla en el seno de la propia base personal de la sociedad (no se ofrece a la participación de terceros) a la vez que tiene reducido su margen de aplicación a sociedades con pocos socios. Por otro lado, porque la causa de que

---

<sup>641</sup> Vid. *supra* Capítulo 6º, II, 1.1. Como ya indicáramos, en nuestra opinión, la norma no puede ser considerada como una norma protectora de la sociedad. Por un lado, porque la norma obliga a la sociedad a anticipar la solución frente a una circunstancia que es futura e incierta, con el consiguiente incremento de los riesgos de error. Por otro, porque la solución legal de la ineficacia del aumento no suscrito por completo como regla general no coincide con lo que, por regla general, será preferible desde el punto de vista del interés social. Cabe esperar que, a pesar del interés inicial en la obtención de la cuantía de aumento del capital acordada, la sociedad preferirá dar eficacia a la operación de aumento por la cifra menor suscrita a tener que soportar la ineficacia global de la operación junto con la consiguiente obligación de hacer público el fracaso del aumento (161.2 LSA). En este sentido, lo que la práctica muestra, al menos en los sectores informados, es la inversión “de hecho” de la solución legal mediante la generalizada inclusión de la “cláusula de suscripción incompleta” en las condiciones de emisión a fin de legitimar la eficacia del aumento en la cuantía que finalmente resulte suscrita.

el aumento del capital acordado quede incompleto no es aquí la falta de suficiente interés en la operación o la existencia de juicio desfavorable respecto de la misma, sino un mero supuesto de incumplimiento de la obligación de aportar de uno o de varios socios que, no obstante, dieron su aprobación al aumento.

4. A la vista de las consideraciones realizadas hasta ahora en relación con este particular supuesto de aumento incompleto que puede tener lugar cuando la ampliación se realiza con elevación del valor nominal de las antiguas acciones, se comprende que la solución más adecuada sea, quizá, aquélla que favorezca la protección del interés social que preside la operación de aumento, que, por lo demás no es otro que el interés común de los socios que dieron su consentimiento a la realización del aumento del capital y cumplieron con su obligación de desembolso en los términos previstos. En este sentido, como alternativa a la solución legal presente en el citado artículo 161 (que, a falta de la oportuna previsión social, daría lugar a la ineficacia total del aumento incompleto cumplido el plazo otorgado para el desembolso), la solución debe ir enfocada a permitir la eficacia del aumento incompleto como regla general, bien dejando que sean los propios socios los que decidan *a posteriori* la solución más conveniente ante la constatación del supuesto de incumplimiento (habida cuenta de que la convocatoria de una segunda Junta general no se enfrentaría con demasiados obstáculos de orden práctico debido a la reducida base personal de la sociedad), o bien trasladando a este contexto la solución presente en el artículo 77 de la Ley de limitadas. En cualquier caso, si el aumento queda eficaz por la cuantía desembolsada sin afectar a las acciones pertenecientes al socio que no realizó el desembolso será precisa la creación de una nueva serie de acciones para agrupar a las de igual valor nominal tras el aumento.

## **2. El aumento del capital social con emisión de nuevas acciones**

1.—La conclusión a la que se ha llegado en las páginas precedentes (esto es, la inaplicación del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas a los aumentos del capital realizados mediante la elevación del valor nominal de las antiguas

acciones) reduce el ámbito de aplicación del precepto, únicamente, a los aumentos del capital que se efectúen mediante la emisión de nuevas acciones<sup>642</sup>. En efecto, cuando una sociedad decide aumentar el capital a través de este procedimiento técnico (y siempre que no se realice con cargo a fondos propios), el único medio para allegarse los fondos patrimoniales necesarios para respaldar la nueva fracción del capital es precisamente la suscripción de esos nuevos títulos por sujetos distintos de la entidad emisora, quienes efectúan mediante dicha suscripción una declaración firme e incondicional pretendiendo la adquisición de la titularidad de las nuevas acciones y comprometiéndose a desembolsar su valor. El aumento del capital con creación de acciones ofertadas para su suscripción a socios o a terceros integra, desde luego, el ámbito en el que puede en hipótesis verificarse el evento de la suscripción incompleta, ya que como consecuencia de la recíproca autonomía entre voto (a favor o en contra de la propuesta de aumento) y suscripción, esta última constituye un acto enteramente voluntario. Así, por lo general, la sociedad no podrá conocer a ciencia cierta en el momento de fijar la cuantía del aumento, la cifra exacta de la nueva franja de capital que será cubierta por los compromisos firmes de aportación —o, lo que es lo mismo, por las solicitudes de adquisición de las nuevas acciones— que realice el colectivo destinatario de la oferta de suscripción. Dado que —de nuevo, salvo en el supuesto de aumento *gratuito*— el simple acuerdo de aumento del capital en una cierta cifra no es suficiente para dar por realizada la modificación estatutaria, sino que ésta depende de la efectiva ejecución del mismo en todos sus elementos, puede decirse que la suscripción, completa o incompleta (es decir, la cobertura total o parcial), de la cifra del aumento constituye un *alea* al que se encuentra sometido el éxito de la ejecución del acuerdo, y, a la postre, la eficacia misma de esta específica operación societaria<sup>643</sup>.

---

<sup>642</sup> Así, con claridad, MACHADO PLAZAS, "Comentario a los artículos 161 y 162", *cit.*, p. 1707-1708.

<sup>643</sup> Conviene recordar, sin embargo, que esta consideración está elaborada en un plano sólo genérico, ya que este riesgo no está presente siempre, o no lo está con la misma intensidad, en toda emisión de acciones. Junto a la utilización de técnicas jurídico-financieras que eleven el atractivo de la inversión que se propone (v. gr.: emisión de acciones privilegiadas, precio de emisión inferior al valor de cotización, etc...), hay que recordar que la entidad emisora puede reducir o

Con todo, la anterior afirmación sólo tiene fundamento respecto de las operaciones en las que, como es habitual, la fase deliberativa precede cronológicamente a la ejecutiva. Y es que, como ya tuvimos ocasión de exponer<sup>644</sup>, desde un punto de vista temporal la fase deliberativa y la fase de ejecución pueden coincidir —sin que ello deba empañar su distinción conceptual—, o o bien sucederse la una a la otra. En el común de los casos, la fase deliberativa que culmina con la adopción del acuerdo de aumento va seguida de una fase de ejecución, tras la que, en su caso, se podrá tener por realizado el aumento. Sólo respecto de esta última forma de estructurar la operación se puede decir que la eficacia del acuerdo está sometida al riesgo de que la ejecución pueda culminarse con éxito. En cambio, resulta evidente que este riesgo no tiene lugar cuando el acuerdo se ejecuta totalmente en el seno de la misma Junta general en que la se adopta (y en la que los socios suscriben y desembolsan el aumento), o cuando la propia fase de ejecución se antepone en el tiempo a la adopción del acuerdo de aumento. Esto último es lo que, al parecer, tiene lugar en los denominados *aumentos de capital con desembolso anticipado*, respecto de los cuales se ha sostenido que la secuencia temporal normal en que la ejecución sigue al acuerdo queda invertida, de manera tal que la suscripción y el desembolso —que son típicos actos de ejecución— preceden al acuerdo de aumento y, en consecuencia, a la emisión misma de los títulos<sup>645</sup>. Este efecto se

---

incluso eliminar el riesgo de la incompleta suscripción, asegurando previamente la emisión con entidades financieras especializadas, vinculando contractualmente antes del acuerdo de aumento a socios o a terceros respecto de una futura suscripción, o realizando sondeos previos a la adopción del acuerdo por los que pueda conocer la intención y la medida estimada de participación en el futuro aumento del capital del grupo destinatario de la emisión.

<sup>644</sup> Vid. *supra* Capítulo 1º, I, 1.

<sup>645</sup> CABANAS TREJO/MACHADO PLAZAS, *Aumento de capital y desembolso anticipado*, cit., p. 62 y ss. La tesis sostenida por estos autores se basa en la siguiente construcción: la atribución patrimonial en que consiste este peculiar tipo de desembolso tiene como causa la existencia de un contrato de suscripción, el cual, si bien aún no han sido emitidas las acciones por no haber sido aún adoptado el acuerdo de aumento, es posible conforme a Derecho si se configura como un contrato sobre cosa futura. A su vez, dicho contrato se encontraría sometido a la condición suspensiva de que se adopte el acuerdo de aumento del capital. Adoptado el acuerdo, esto es, cumplida la condición, se produciría de manera automática el nacimiento de la obligación de aportar para los suscriptores sobre la base de la suscripción anticipada realizada por los mismos. No obstante, esta



produce también en otra figura cercana, aunque no idéntica, como es la "suscripción a cuenta de un concreto aumento del capital". El fenómeno, que con cierta frecuencia tiene lugar en la práctica, consiste básicamente en desembolsos efectuados, bien a cuenta de un aumento de capital ya acordado pero respecto del que no se han verificado todavía los presupuestos de ejecución, o bien a cuenta de un aumento de capital todavía no acordado pero cuya propuesta consta en el orden del día de una Junta general ya convocada o se encuentra ya anunciada por los administradores de otra manera.

2. Definido de esta manera el ámbito de aplicación de la norma que disciplina la suscripción incompleta del aumento del capital por razón de los *procedimientos técnicos* —esto es, su encuadramiento en aquellos aumentos de capital con emisión de acciones en los que la fase deliberativa precede cronológicamente a la ejecutiva—, es necesario determinar todavía si la norma es aplicable en todo aumento que presente estas características o si, por el contrario, la peculiar naturaleza del contravalor que según el caso puede respaldar la operación, así como determinadas circunstancias en las que se desarrolla la misma, pueden llevar a excluir de dicho ámbito a determinadas clases de aumento.

---

obligación de aportar debe entenderse ya cumplida, puesto que el desembolso hecho antes surte ahora plenos efectos liberatorios (*ult. op. cit.*, p. 69). Dejando de lado los problemas de base dogmática que presenta esta construcción, lo cierto es que si se considera que esta forma de realizar el aumento del capital constituye una figura jurídica autónoma, la adopción del acuerdo de aumento lleva consigo la eficacia inmediata del aumento.

### III. EL ÁMBITO DE APLICACIÓN DE LA NORMA POR RAZÓN DE LAS CLASES DE CONTRAVALOR DEL AUMENTO DEL CAPITAL

#### 1. El aumento del capital mediante emisión de acciones con cargo a reservas o beneficios

Según ha tenido ocasión de indicarse al examinar el aumento realizado mediante la elevación del valor nominal de las antiguas acciones, cuando el contravalor económico de la ampliación consiste íntegramente en el traspaso contable desde alguna de las cuentas de reservas o de beneficios a la cuenta de capital social, la operación debe entenderse cubierta patrimonialmente por completo desde el mismo momento de la adopción del acuerdo de aumento. El simple acuerdo de aumento (adoptado con las cautelas que exige el artículo 157 de la Ley de Sociedades Anónimas) produce con carácter inmediato, sin necesidad de que se vea seguido de una fase o de un acto que pueda calificarse estrictamente como de ejecución, el efecto perseguido: la modificación estatutaria consistente en el aumento de la cifra del capital social.

Esta consideración no varía sustancialmente cuando estos aumentos *gratuitos* se efectúan con emisión de nuevas acciones. En estos casos, la operación tampoco precisa de un acto de suscripción por el que los destinatarios de las nuevas acciones se comprometan a hacer una aportación a cambio de la atribución de la titularidad de las mismas. En primer lugar, porque las nuevas acciones emitidas nacen ya "desembolsadas" al estar cubierta la nueva fracción de capital con medios económicos que ya obraban en el patrimonio social. En segundo lugar, porque —como es sabido— frente al derecho de suscripción típico de los aumentos con nuevas aportaciones —caracterizado por las notas de *onerosidad*, *carácter opcional* y *ejercicio voluntario*—, los aumentos del capital con cargo a reservas o beneficios generan en favor de los socios un derecho a la atribución *automática*, *gratuita* y *exclusiva* de las nuevas acciones que, según la expresión en su día acuñada por la doctrina y hoy elevada a categoría legal (*vid.*

art.158.2 LSA), recibe el nombre de “derecho de asignación gratuita”<sup>646</sup>. Así, mientras que el reconocimiento del derecho de suscripción preferente necesita la apertura de un período de suscripción sólo tras el cual la operación podrá entenderse ejecutada —o, en su caso fracasada— y acceder al Registro Mercantil, en los aumentos gratuitos las referidas notas de *automaticidad*, *gratuidad* y *exclusividad* que caracterizan al derecho de asignación gratuita eximen de la apertura de un plazo para el ejercicio del derecho, de modo que puede llegar a decirse, bien que esta clase de aumentos carece de ejecución, o bien que la ejecución del aumento consiste, sencillamente, en la adjudicación de las acciones a los titulares del derecho<sup>647</sup>, pudiendo solicitar la inscripción de la operación en el Registro Mercantil desde ese mismo momento.

*A) La controversia en torno al ‘carácter automático’ del derecho de asignación gratuita.*

1. A nuestro entender, es, precisamente, el carácter *automático* del derecho de asignación gratuita el elemento clave que permite negar que en esta clase de aumento pueda darse un fenómeno similar al de la suscripción incompleta regulado en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas<sup>648</sup>. En efecto, no se

---

<sup>646</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, p. 273 y ss.; y después en “Principios, casos y conceptos en materia de derecho de asignación gratuita de acciones”, en *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, 1991, p. 894; *id.*, “Notas sobre la función económica del aumento del capital con medios propios”, en *Estudios en homenaje al Profesor Garrigues*, t. III, Madrid, 1971, p. 214; *vid.* también al respecto, VEGA PÉREZ, “Aumento de capital con cargo a reserva”, *cit.*, p. 488 y ss.; y más recientemente, MARTÍNEZ NADAL, *El aumento del capital con cargo a reservas*, *cit.*, p. 390 y ss.

<sup>647</sup> Algunos autores consideran que si el aumento con cargo a reservas o beneficios se realiza con emisión de nuevas acciones, a diferencia de lo que acontece cuando se efectúa por elevación del valor nominal, el capital no se puede entender aumentado desde el momento mismo de la adopción del acuerdo, ya que en este caso es precisa la realización de un acto típico de ejecución: la concreta asignación de las nuevas acciones por los administradores a sus titulares (así, ROJO, “El acuerdo de aumento”, *cit.*, p. 2342, nota 6).

<sup>648</sup> El automatismo en la inherente al derecho de asignación gratuita de las acciones ha sido defendido en la doctrina española principalmente por SÁNCHEZ ANDRÉS (*El derecho de suscripción*, *cit.*, p. 113 y p. 273 y ss.; pero, sobre todo, en “Principios, casos y conceptos”, *cit.*, p. 894; “Ampliaciones parcialmente gratuitas”, *cit.*, p. 173 y ss.; y en *La acción*, *cit.*, p. 244), a quien siguen, entre otros, VEGA PÉREZ (“Aumento de capital con cargo a reservas”, *cit.*, p. 491);

trata sólo de que el aumento con cargo a reservas (sea cual sea el procedimiento técnico mediante el que se materialice la nueva fracción de capital) no puede resultar incompleto porque goza anticipadamente de cobertura económica<sup>649</sup>, sino también, de que —en rigor— *no pueden existir acciones sobrantes por falta de íntegra suscripción*. La razón que sostiene esta última afirmación ha sido explicada ya adecuadamente por los autores que han tratado del tema, por lo que basta con recoger las opiniones más relevantes vertidas hasta el momento. Así, conforme a dichas opiniones doctrinales, en contraste con el acto de suscripción típico de los aumentos *onerosos*, que exige una declaración expresa de voluntad por parte del suscriptor (es decir, la suscripción es un acto potestativo que precisa de la iniciativa del suscriptor, de su ejercicio voluntario) sin la cual puede llegar a decaer el derecho a la atribución de las acciones, la asignación de las nuevas acciones emitidas resulta automática en el aumento con cargo a reservas. Ello significa que la sociedad está obligada *ministerio legis* desde el mismo momento de la adopción del acuerdo de aumento a atribuir *ex officio* las nuevas acciones a sus legítimos destinatarios (los antiguos accionistas), sin necesidad de que éstos efectúen una declaración de voluntad solicitando la asignación de esas nuevas fracciones de capital.

Este *carácter automático* que presenta el derecho de asignación es, por otro lado, el elemento que determina la falta de decadencia y la falta de prescriptibilidad del derecho, a diferencia, de nuevo, de lo que acontece en relación con el derecho de suscripción, cuya falta de ejercicio por sus titulares en

---

SÁNCHEZ GONZÁLEZ, ("Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital social", *cit.*, p. 287 y p. 329-331). En la literatura extranjera, también se ha defendido el carácter automático del derecho de asignación (así, entre la doctrina italiana, *vid.* M. CERA, *Il passaggio di riserve a capitale*, Milano, 1988, p. 235; F. CHIOMENTI, "È prescittibile il diritto del socio alla distribuzioni di azioni emesse mediante aumento gratuito del capitale?", *Riv. Dir. Comm.*, 1984-I, p. 273 y ss.; en la doctrina alemana, esta es, igualmente, la posición de KRIEGER, *Münchener Handbuch*, *cit.*, § 59, marginal 38.

<sup>649</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, "Ampliaciones parcialmente gratuitas", *cit.*, p. 174; también, por ejemplo, SÁNCHEZ GONZÁLEZ, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital social", *cit.*, p. 287.

el plazo concedido para ello provoca su *caducidad*<sup>650</sup>. La automaticidad y la imprescriptibilidad del derecho de asignación gratuita presente en los aumentos con cargo a reservas impide, en consecuencia, la existencia de acciones sobrantes, ya que la sociedad está obligada a asignar las nuevas cuotas de participación a sus titulares en los términos derivados del aumento, aunque estos *titulares* puedan estar indeterminados en un principio en atención a la posibilidad de que el derecho de asignación circule<sup>651</sup>.

2. Con todo, la tesis del funcionamiento automático del derecho de asignación gratuita no es una cuestión pacífica entre la doctrina. Ya bajo la vigencia de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951, al lado de opiniones favorables a la nota de la automaticidad<sup>652</sup>, era posible encontrar también opiniones divergentes<sup>653</sup>. Conforme a la Ley vigente, el reconocimiento legal del *carácter circulante o negociable* del derecho de asignación gratuita ha sido interpretado como un obstáculo más a la admisibilidad del carácter automático de la asignación gratuita

---

<sup>650</sup> En relación con la *imprescriptibilidad y falta de caducidad* del derecho de asignación gratuita, *vid.*, de nuevo, SÁNCHEZ ANDRÉS, "Principios, casos y conceptos", *cit.*, p. 892; *id.*, "Ampliaciones parcialmente gratuitas", *cit.*, p. 174 y ss.; VEGA PÉREZ, "Aumento de capital con cargo a reserva", *cit.*, p. 490-491; VICENT CHULIÀ, *Introducción al Derecho Mercantil*, *cit.*, p. 444; en la doctrina extranjera, CHIOMENTI, "È prescrivibile il diritto del socio", *cit.*, p. 269 y ss.; CERA, *Il passaggio*, *cit.*, p. 236; en contra, DE LA CÁMARA, *El capital social*, *cit.*, p. 371-373, utilizando como argumento el artículo 947 del Código de Comercio, precepto que determina la prescripción del derecho del socio a exigir su cuota en los casos de exclusión, separación y disolución de la sociedad; no obstante, este último autor, por otro lado, sostiene que la falta de ejercicio del derecho de asignación dentro del plazo señalado al efecto —ya que, a su juicio, la asignación de las acciones no tiene carácter automático—, no determina la caducidad del mismo, de modo que mientras el derecho no prescriba por aplicación del mencionado artículo 947, el socio podrá reclamar a la sociedad la entrega de las acciones; en sentido contrario a la imprescriptibilidad, también F. GRANDE STEVENS, "Prescrittibilità del diritto del socio alle azioni c.d. gratuite emesse in occasione di aumento di capitale", *Riv. Soc.*, 1983, p. 1166.

<sup>651</sup> Así, sobre todo SÁNCHEZ ANDRÉS, en los trabajos citados en la nota anterior y también en *La acción*, *cit.*, p. 244 y ss.; de manera similar, niega que en los aumentos de capital con cargo a reservas pueda tener lugar un supuesto de hecho análogo al de la suscripción incompleta, CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", *cit.*, p. 754.

<sup>652</sup> Así, por ejemplo, GARRIGUES-Olivencia, *Comentario*, I, *cit.*, p. 445.

<sup>653</sup> Dudando del carácter automático de la atribución de las nuevas acciones, ÁLVAREZ ÁLVAREZ, "Ejercicio del derecho de suscripción", *cit.*, p. 275; también DE LA CÁMARA, *Estudios*, II, *cit.*, p. 134 y ss.

de las nuevas acciones. En efecto, si la Ley prevé expresamente la transmisibilidad de los derechos de asignación gratuita (art. 158.3 LSA), hay que concluir que carácter circulante del derecho y atribución automática de las nuevas cuotas de capital son "magnitudes incompatibles", puesto que si el derecho circula, las nuevas acciones no pueden asignarse automáticamente al titular originario del derecho, siendo preciso esperar a que el accionista o el adquirente del derecho cumplan con la *carga* de la suscripción para que la sociedad pueda así conocer la identidad de aquél al que finalmente debe asignar las nuevas acciones<sup>654</sup>.

Junto a las discusiones teóricas en torno a la cuestión, es conveniente indicar que, amparada en el reconocimiento del carácter circulante del derecho de asignación gratuita, la práctica de las operaciones de aumento del capital con cargo a reservas suele instrumentarse mediante la fijación de un determinado plazo —al menos un mes— para que los accionistas procedan, bien a ejercitar, o bien a enajenar el derecho, en sentido similar a la forma de proceder típica de los aumentos onerosos<sup>655</sup>. Es más, el establecimiento de un determinado plazo posterior al acuerdo de aumento para permitir al accionista la negociación de sus derechos será necesario cuando la relación de cambio fijada (esto es, el número de acciones nuevas que corresponden a cada accionista en relación con el número de acciones antiguas de las que es titular) dé lugar a fracciones, restos o picos. En estos casos, a fin de no verse sometido necesariamente a situaciones de cotitularidad —casi siempre problemáticas—, el accionista debe poder disponer de un período de tiempo, ya sea para intentar obtener el valor económico de las acciones que le corresponden mediante la enajenación de los derechos de asignación (o de las fracciones que no le dan opción a la titularidad de una acción entera), ya sea para poder adquirir otros derechos o partes de éstos que le permitan la adjudicación

---

<sup>654</sup> Así, en el intento de eliminar obstáculos que dificulten la admisibilidad de los denominados *aumentos mixtos* del capital social, *vid.*, especialmente, PAZ-ARES, "El aumento mixto", *cit.*, p. 21.

<sup>655</sup> La fijación de un plazo no inferior a un mes para que los titulares del derecho de asignación gratuita procedan a ejercitarlo que se encuentra con cierta frecuencia en la práctica puede deberse a un defectuoso entendimiento de la remisión que el artículo 158.3 de la Ley de Sociedades Anónimas —que regula el derecho de asignación gratuita— hace a lo prescrito en ese mismo precepto con relación al derecho de suscripción preferente. Aunque otra cosa pudiera llegar a entenderse, dicha remisión no constituye una remisión "en bloque" al régimen del derecho de suscripción preferente establecido en los apartados anteriores, sino sólo en lo que se refiere a la posibilidad de transmitir los derechos de asignación gratuita "en las mismas condiciones que las acciones de las que deriven".

de un determinado número de acciones completas<sup>656</sup>. Sobre esta base, la negación del carácter automático de la asignación de las nuevas acciones —que lleva consigo, consecuentemente, la exigencia de un ejercicio por parte del titular— puede llegar a plantear el problema de la existencia de acciones *sobrantes* cuando alguno de los derechos de asignación no haya sido ejercitado o cuando el mercado de fracciones o picos no haya sido capaz de completar la asignación del total de nuevas acciones.

3. El *carácter negociable* del derecho de asignación gratuita no parece ser, sin embargo, un obstáculo insuperable para la admisión de la *tesis de la automaticidad*. La conciliación de ambos caracteres —circulación del derecho y automatismo en la asignación de las acciones— debe construirse sobre la base de entender que, en realidad, lo verdaderamente transmisible no es tanto el derecho en sí mismo como las nuevas acciones que del mismo se derivan<sup>657</sup>. De este modo, el establecimiento de un determinado período de tiempo para negociar los derechos de asignación constituye, simplemente, un procedimiento instrumental para hacer posible la transmisión y entrega material de los títulos de las nuevas acciones a sus definitivos titulares. Pero no es un plazo para el ejercicio del derecho de asignación semejante al plazo de suscripción de los

---

<sup>656</sup> A diferencia del silencio que mantiene la Ley de Sociedades Anónimas española en relación con la posibilidad de transmitir o ejercitar de manera independiente los derechos de asignación en los casos picos o restos, otros sistemas jurídicos cercanos se ocupan expresamente del tema. En este sentido, son de destacar el Derecho alemán, que declara enajenables de manera autónoma los derechos de asignación que recaen sólo sobre una parte de una nueva acción (*Teilrechte*), si bien los derechos de socio correspondientes a tales *derechos parciales* no pueden ser ejercitados por separado por el titular, sino junto con otros derechos parciales que en total cubran una acción completa (*vid.* § 213 AktG). También el Derecho francés contempla expresamente la negociabilidad o transmisión de los *rompus* (art. L. 225-147 del *Code de Commerce*), si bien se permite que, a fin de simplificar la operación de aumento, la Junta general establezca la prohibición de negociar o la transmitir los derechos de asignación que formen *rompus*, imponiendo la venta global por cuenta de sus titulares de las acciones vacantes correspondientes (sobre la necesidad de que la Junta establezca las modalidades de fijación del precio de venta, MESTRE/BLANCHARD-SÉBASTIEN, *Lamy Sociétés Commerciales*, *cit.*, nº 3692). En este caso, las sumas obtenidas con dicha venta deben ser atribuidas a los titulares de los derechos en el plazo de 30 días desde la fecha de la adjudicación del número entero de las acciones atribuidas (art. L. 225-129.2º del *Code de Commerce*).

<sup>657</sup> En este sentido, SÁNCHEZ ANDRÉS ("Ampliaciones parcialmente gratuitas", *cit.*, p. 175) para quien "precisamente porque en los aumentos gratuitos la cobertura ya obra en poder de la compañía, la sociedad puede asignar directamente las acciones en esos aumentos a favor de su titular, que simplemente será un titular indeterminado [...] por más que el derecho de asignación circule".

aumentos onerosos, puesto que las acciones ya han sido adjudicadas con anterioridad<sup>658</sup>.

Desde esta perspectiva, se comprende que la fijación de un plazo para ejercitar el derecho de asignación (v.gr.: mediante la presentación de cupones libremente negociables) y tras el cual se produce la pérdida del derecho para quienes no lo hayan ejercitado, constituye una práctica incorrecta que tiene su fundamento en una confusión entre lo que es el *derecho a la acción*, por un lado, y el *derecho al título de la acción*, por otro<sup>659</sup>. El derecho de asignación presente en los aumentos gratuitos se identifica con el primero de ellos (el derecho a la acción), que es respecto del que recaen la nota de la inexigibilidad de un acto positivo de ejercicio del derecho y la nota de la imprescriptibilidad. Sin embargo, el derecho a la retirada de las nuevas acciones documentadas —o, más exactamente, el derecho a la atribución del documento representativo de las nuevas acciones— cualquiera que sea el mecanismo mediante el que se instrumente<sup>660</sup>, debe ser considerado una carga de los titulares del derecho de asignación, que puede llegar a caducar en determinadas circunstancias. Así, si el titular de las nuevas acciones (ya sea el antiguo accionista o el cesionario del derecho) no efectúa los actos materiales necesarios para adaptar la representación de sus acciones a la nueva realidad surgida del aumento y la sociedad tampoco puede efectuar la entrega o remisión de los títulos por desconocer la identidad del destinatario, se producirá un *fenómeno de existencia*

---

<sup>658</sup> Así, al parecer, SÁNCHEZ ANDRÉS (*La acción*, cit., p. 244) cuando indica que "sólo la circunstancia de que entre el acuerdo de capitalización de las reservas y la entrega de las nuevas acciones medie (jurídica y materialmente) un período de tiempo más o menos largo explica la existencia interina de un derecho de asignación transmisible, cuya cesión no puede ser otra cosa que el traspaso (total o parcial) de las acciones que en virtud de aquella capitalización corresponderían finalmente al cedente".

<sup>659</sup> Así, de nuevo, SÁNCHEZ ANDRÉS, "Principios, casos y conceptos", cit., p. 892; también con claridad, CHIOMENTI, "È prescittibile el diritto del socio", cit., p. 270 y ss.

<sup>660</sup> Si las acciones están representadas por medio de títulos, el procedimiento habitual para recoger los nuevos títulos consiste en la presentación de los cupones (negociables) correspondientes. Si están representadas por medio de anotaciones en cuenta, los titulares deberán retirar de la entidad encargada de la llevanza del registro contable los certificados de legitimación.



de acciones formalmente vacantes por imposibilidad de identificación de sus titulares. Este fenómeno es, no obstante, distinto de la existencia de acciones sobrantes como consecuencia de la falta de íntegra suscripción de un aumento oneroso<sup>661</sup>. Esto es así porque dichas personas siguen siendo titulares de las nuevas acciones —en el sentido de cuotas de participación social—, aunque desde el punto de vista de la acción como título aquellas nuevas acciones se encuentren inadecuadamente representadas<sup>662</sup>.

B) *La solución al problema de la ejecución incompleta del aumento del capital con cargo a reservas por falta de total adjudicación de las acciones emitidas.*

---

<sup>661</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, *La acción*, cit., p. 245.

<sup>662</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, "Principios, casos y conceptos", cit., p. 893. Frente a esta tesis, aunque en la misma línea de intentar hacer compatibles entre sí las notas de automaticidad y transmisibilidad del derecho de asignación, otros autores entienden que la automaticidad queda referida únicamente al derecho a la atribución gratuita de las nuevas acciones, pero no a la asignación misma de las acciones (vid. MARTÍNEZ NADAL, *El aumento del capital con cargo a reservas*, cit., p. 512 y ss.). Así, una vez que el derecho haya sido atribuido como consecuencia necesaria de la adopción del acuerdo de aumento, el accionista que resulte titular del mismo deberá proceder a su ejercicio, sólo a través del cual le serán efectivamente asignadas las nuevas acciones. Ahora bien, la exigencia de un auténtico ejercicio del derecho de asignación gratuita por parte de su originario titular o del cesionario del derecho como requisito para la asignación de las nuevas fracciones de capital, lleva a preguntarse, de nuevo, sobre las consecuencias del hecho de que no todos los titulares procedan a dicho ejercicio dentro del plazo que a este efecto hayan fijado los administradores de la sociedad y, en particular, a discernir si este supuesto es análogo al supuesto de la suscripción incompleta del aumento en los términos que describe el artículo 161 a los efectos de la posible aplicación de la norma. Ante esta cuestión, se ha sostenido que la falta de completa asignación de las nuevas acciones como consecuencia de la falta de ejercicio del derecho por alguno de sus titulares no plantea problema alguno en relación con la eficacia de la operación, ya que por la propia naturaleza del contravalor la efectiva realización del aumento no depende del desembolso de los accionistas. Pero además, a diferencia del lo que acontece respecto del ejercicio del derecho de suscripción preferente —cuya ausencia de ha de interpretarse en sentido negativo, esto es, como renuncia tácita del titular—, en materia de derecho de asignación es precisamente su carácter gratuito lo que fundamenta que el silencio o inactividad del titular del derecho en cuanto al ejercicio del mismo haya de interpretarse en sentido positivo (opinión, por lo demás, ya anticipada por SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, cit., p. 253). De este modo, si transcurrido el plazo para el ejercicio del derecho éste no ha sido ejercitado expresamente, las acciones serán atribuidas automáticamente al accionista (vid. todas estas consideraciones en MARTÍNEZ NADAL, *El aumento del capital con cargo a reservas*, cit., p. 516-518). A poco que se observe se advierte que esta tesis conduce a una identidad de resultados en relación con la sostenida por el Profesor SÁNCHEZ ANDRÉS (*El aumento del capital con cargo a reservas*, cit., p. 518), lo que, a la postre, reconoce la autora de la misma: "...se pone de manifiesto que, al final, los resultados de las dos posibles concepciones teóricas expuestas son similares: los accionistas adquieren (por asunción o por simple atribución) las nuevas fracciones de capital en virtud de un derecho no prescriptible ni caducable, que, aun en el caso de inactividad del accionista, conduce a su adquisición, sea de forma directa y automática, sea de forma indirecta y por interpretación positiva de su silencio".

En fin, cualquiera que sea la tesis que prefiera acogerse, lo cierto es que en algunos casos la sociedad puede encontrarse *de facto* con dificultades para asignar los nuevos valores, bien porque no se conozca el verdadero titular de las antiguas acciones, o se trate de personas desaparecidas<sup>663</sup>, o bien porque existan acciones que no pueden ser asignadas como consecuencia de la existencia de restos o picos de derechos de asignación derivados de la relación de cambio fijada cuando el mercado no haya conseguido completar las fracciones. En estos supuestos, se dará lugar a un fenómeno de ejecución incompleta del aumento del capital con cargo a reservas, por faltar la realización completa del único acto de ejecución necesario en esta clase de aumento: la adjudicación de las nuevas acciones emitidas<sup>664</sup>.

Los autores que se han ocupado de este tema han puesto de manifiesto que en estas circunstancias se produce un conflicto de intereses entre el socio y la sociedad: por un lado, es presumible que el socio (en cuanto que es el único sujeto con derecho sobre las reservas distribuidas en forma de emisión de nuevas acciones) deseará adquirir la titularidad de las acciones que le corresponden; por otro lado, cabe imaginar también que la sociedad no deseará verse obligada a soportar indefinidamente la existencia de documentos pendientes de recogida, o a

---

<sup>663</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, *La acción*, cit., p. 245. Los mayores problemas se darán cuando las acciones se encuentren representadas por títulos al portador, ya que la sociedad desconocerá la identidad del titular actual de las acciones. Por el contrario, los problemas de identificación de los socios serán menos cuando las acciones se encuentren representadas por medio de títulos nominativos (en cuyo caso, la sociedad reputará accionista a aquél que se encuentre inscrito en el Libro Registro de acciones nominativas —art. 55.2 LSA—) o por medio de anotaciones en cuenta, dada la pérdida del anonimato de los titulares de los valores *anotados* que se produce frente a la sociedad emisora por virtud de la obligación de las entidades encargadas de la llevanza de los Registros de valores de comunicar a aquélla los datos necesarios para la identificación de sus accionistas (D.A. Primera. 6 de la LSA; *vid.*, sobre el particular, A. RECALDE CASTELLS, "En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad", *RDBB*, nº 50, 1993, p. 370 y ss.). Con todo, incluso en estos dos últimos casos, no es imposible que en ocasiones la sociedad tenga problemas para conocer la exacta identidad de los titulares de las acciones, como, por ejemplo, puede acontecer cuando las acciones se encuentran en situación de *bienes-~~litigiosos~~* o en alguna otra situación caracterizada por la indeterminación transitoria de la su titularidad.

<sup>664</sup> *Vid.* CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", cit., p. 752-753.

permanecer en la incertidumbre respecto de la titularidad de acciones formalmente vacantes, ni tampoco, en general, a soportar situaciones irregulares en cuanto a la propiedad, documentación o tráfico de esas acciones<sup>665</sup>. A diferencia de lo que ocurre en otros Ordenamientos jurídicos cercanos, la legislación societaria española no contiene una solución específica para resolver dicho conflicto<sup>666</sup>. A pesar de esta laguna, entre la doctrina se han ensayado diversas soluciones que tienen como común denominador la defensa principal del interés de la sociedad<sup>667</sup>.

---

<sup>665</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, "Principios, casos y conceptos", *cit.*, p. 893.

<sup>666</sup> En efecto, la Ley de Sociedades Anónimas alemana contiene una norma que intenta dar solución al problema de la inactividad de los accionistas en cuanto a la retirada de las nuevas acciones después de inscrito el acuerdo de aumento del capital. Partiendo del hecho de que la emisión de los títulos representativos de las acciones —que en el aumento con cargo a reservas es posible desde el momento de la misma inscripción del acuerdo de aumento (§ 219 AktG)— no forma parte de la operación de aumento, sino que es meramente uno de sus efectos, no dependiendo tampoco de dicha emisión la adquisición de los nuevos derechos de socio —ya nacidos desde la inscripción del acuerdo (*vid.* LUTTER, *Kölner Komm.*, § 214, marginal 2)—, la Ley alemana establece una solución dictada fundamentalmente en defensa del interés de la sociedad en entregar los títulos representativos de las nuevas acciones a sus legítimos titulares. A estos efectos, se establece expresamente la obligación de los administradores de la sociedad de requerir a los accionistas una vez inscrito el acuerdo de aumento para que recojan los nuevos títulos. En el anuncio debe hacerse constar que pasado un año sin que los títulos hayan sido recogidos, la sociedad está habilitada para vender las acciones por cuenta de los interesados, estableciendo los requisitos y la forma para proceder a esta venta (*vid.* § 214 AktG). Desde el momento de la enajenación de las acciones el accionista pierde la titularidad de las mismas, convirtiéndose en acreedor del importe de la venta. El mismo procedimiento es también aplicable a los casos en que la sociedad no ha emitido los títulos de las acciones: en este caso la sociedad debe requerir a los accionistas para que se dejen asignar las nuevas acciones, pudiendo enajenar las acciones de aquellos accionistas que a pesar del requerimiento no han recogido esa confirmación escrita de su titularidad (*vid.* LUTTER, *Kölner Komm.*, § 214, marginales 19, 21-23, advirtiendo, no obstante, que el significado jurídico y la transcendencia de esta disposición permanece aún hoy en gran medida sin aclarar; también, entre otros, KRIEGER, *Münchener Handbuch*, *cit.*, § 59, marginales 72-74). Por lo demás, la misma suerte corresponde a las acciones formalmente vacantes como consecuencia de la existencia derechos de asignación parciales que no dan derecho a la adquisición de una acción entera (*vid.* LUTTER, *Kölner Komm.*, § 214, marginales 25-27).

<sup>667</sup> Bajo el imperio de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951, algunos autores (ÁLVAREZ ÁLVAREZ, "Ejercicio del derecho de suscripción", *cit.*, p. 2762; A. BÉRGAMO, *Sociedades anónimas (Las acciones)*, t. II, Madrid 1970, p. 634) consideraban aplicable analógicamente a este supuesto la norma relativa a la enajenación de las acciones del socio moroso (art. 44 LSA 1951). Como consecuencia de la aplicación de esta norma, la sociedad podría vender las acciones ingresando su importe en el patrimonio social. Para otros (*v. gr.* DE LA CÁMARA, *Estudios*, II, *cit.*, p. 136), la solución debía pasar, por el contrario, por la aplicación analógica del artículo 100 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951, según el cual las acciones podían ser vendidas por cuenta y riesgo de los interesados, quedando depositado el importe líquido de la venta a disposición de sus titulares en el Banco de España por un plazo de cinco años, sólo tras los cuales dicho importe podría revertir al patrimonio social. Conforme al Derecho vigente, una opinión similar es la sostenida

En nuestra opinión, la solución al problema de la existencia de estas acciones formalmente vacantes pero ya desembolsadas con cargo las reservas o beneficios sociales debe intentar conjugar los intereses de la sociedad y los intereses de sus legítimos titulares. Esta intención conciliadora lleva a rechazar la legitimidad de todas aquellas actuaciones de la sociedad tendentes, bien a disponer de esas acciones en favor de terceros, o bien realizar el valor de las acciones ingresando el importe de la venta en el patrimonio social. Los titulares del derecho de asignación que no realizaron las actuaciones precisas para regularizar frente a la sociedad la nueva situación derivada del aumento del capital, y aquellos socios que no pudieron optar a la asignación de acciones completas por no alcanzar la titularidad mínima de antiguas exigidas por la relación de cambio, siguen teniendo, a pesar de ello, un derecho inderogable e indisponible por la sociedad a la percepción del valor de las acciones no adjudicadas, que no es otra cosa que la manifestación del derecho latente que ostentan sobre las reservas sociales o los beneficios que han servido de contravalor a las mismas. Por esta razón, siguiendo la opinión de un autorizado sector de la doctrina española, la traslación a este concreto supuesto de lo previsto en el artículo 59.2 de la Ley de Sociedades Anónimas puede constituir una solución adecuada. Esta norma, cuyo margen de aplicación está reducido a los supuestos de representación de las acciones por medio de títulos, establece para los casos en que los titulares de las acciones no puedan ser hallados o se trate de títulos al portador, la obligatoria constitución por parte de la sociedad de un depósito de los mismos por cuenta de quien justifique su titularidad. Sólo transcurridos tres años desde el día de la constitución del depósito se permite a la sociedad disponer de los títulos no reclamados por sus legítimos titulares vendiéndolos por cuenta y riesgo de éstos, quedando

---

por CABANAS TREJO ("La suscripción incompleta", *cit.*, p. 753), para quien, en el caso de que las acciones no hayan podido entregarse dentro del plazo otorgado al efecto, deben pasar al patrimonio de la sociedad, que, de esta manera, puede rentabilizar la operación de aumento del capital practicada con la venta ulterior de dichas acciones.

depositado el importe de la venta a disposición de los interesados en el Banco de España o en la Caja General de Depósitos<sup>668</sup>.

A pesar de que este sistema puede aportar una solución adecuada para la salvaguarda de los derechos de los accionistas sobre las nuevas acciones emitidas gratuitamente —al menos en lo que se refiere al derecho a percibir su valor como contrapartida a la dilución que experimentará su posición corporativa como consecuencia de la falta de asignación— no se nos oculta que la falta de identidad absoluta entre el supuesto de hecho contemplado y aquel otro contenido en el artículo 59 de la Ley de Sociedades Anónimas puede dar lugar a ciertos problemas a la hora de hacer compatible este sistema con la documentación del aumento a efectos de su inscripción en el Registro Mercantil<sup>669</sup>. Por otro lado, la utilización del procedimiento del artículo 59 para dar solución al problema de las acciones no asignadas como consecuencia de la relación de cambio fijada (caso de los *restos* o *picos*) puede suponer un rodeo innecesario, puesto que aquí

---

<sup>668</sup> Así, entre otros, SÁNCHEZ ANDRÉS, "Principios, casos y conceptos", *cit.*, p. 893; también en *La acción*, *cit.*, p. 245; MARTÍNEZ NADAL, *El aumento del capital con cargo a reservas*, *cit.*, p. 521; GARCÍA-MORENO, *El aumento del capital con cargo a reservas*, *cit.*, p. 443; VEGA PÉREZ, "Aumento del capital con cargo a reservas", *cit.*, p. 501; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, "La acción como fundamento de la condición de socio", *cit.*, p. 290; DE LA CÁMARA, *El capital social*, *cit.*, p. 373; en contra de la posibilidad de que la sociedad venda los nuevos títulos por cuenta del socio *ex art.* 59 de la Ley de Sociedades Anónimas, VICENT CHULIÀ, *Introducción al Derecho Mercantil*, *cit.*, 2001, p. 445. Entre la doctrina extranjera, es posible constatar la existencia de autores que, partiendo de la atribución automática e inmediata a los antiguos accionistas de las nuevas cuotas de capital a raíz del acuerdo de aumento con cargo a reservas, sostienen la imprescriptibilidad del derecho a solicitar el documento del representativo de las nuevas acciones (*vid.* CHIOMENTI, "È prescrittibile il diritto del socio", *cit.*, p. 273 y ss.).

<sup>669</sup> El problema se presentará, fundamentalmente, si entendemos que en la escritura del aumento con cargo a reservas debe hacerse constar que las acciones emitidas han sido adjudicadas a sus titulares. Sin embargo, hay que tener en cuenta que el Reglamento del Registro Mercantil sólo parece exigir la constancia expresa de esta mención en relación con el contenido de la escritura de ejecución de los aumentos onerosos, y sin que en ningún caso se exija incluir una lista con la identificación de los adjudicatarios (*vid.* art. 166.4.1º y art. 169 RRM). Por el contrario, en relación con la sociedad de responsabilidad limitada, el texto reglamentario exige que la identidad de las personas a quienes se hayan adjudicado las participaciones conste en la escritura del aumento y, además, cuando el contravalor del aumento haya consistido en aportaciones no dinerarias, compensación de créditos o reservas o beneficios la identidad de los adjudicatarios debe constar también en la propia inscripción del aumento en el Registro Mercantil (*cfr.* arts 198.4.1º y 200.3º RRM; sobre el fundamento de esta diferencia de régimen entre anónimas y limitadas, *vid.* ROJO, "El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada", *cit.*, p. 857 y ss.; ALONSO LEDESMA, "Aumento del capital", *cit.*, p. 813). En cualquier caso, en las sociedades de responsabilidad limitada será más difícil encontrar supuestos de falta de asignación, dada la más reducida base personal de la sociedad y el conocimiento de la identidad de los adjudicatarios que la sociedad tiene a través del Libro registro de socios. No obstante, algunos autores han reparado en la posibilidad de que algunas de las participaciones nuevas no puedan atribuirse a ninguno de los socios como consecuencia de restos o picos, proponiendo para estos casos la atribución de las participaciones de manera conjunta a los socios que agrupen sus derechos de asignación a este fin (BERCOVITZ, "Modificación del capital", *cit.*, p. 475).

no se trata de que los legítimos titulares no efectúen los trámites para recoger los títulos de las acciones, ni tampoco de que la sociedad desconozca en el momento de emitir y asignar las acciones quiénes son sus legítimos titulares, sino de que aún conociendo la identidad de las personas a quien deben ser asignadas las nuevas acciones algunas de ellas no pueden —ni podrán— ser asignadas porque sus legítimos titulares no ostentan individualmente un derecho a la asignación de una acción completa. En estos casos, tanto si estos accionistas no han conseguido completar en el mercado sus fracciones (ni tampoco enajenarlas en el plazo que se estableció para la transmisión de los derechos de asignación gratuita), como si no existió mercado de fracciones, es ciertamente difícil que consigan después completar esas fracciones para optar a la adjudicación de las acciones depositadas. Por esta razón, el carácter peculiar que presenta el supuesto de acciones no adjudicadas como consecuencia de restos o picos quizá aconseje un tratamiento en parte diferente, que podría pasar por la autorización a la sociedad para proceder directamente a la venta de esas acciones —tras el cierre del período otorgado para la transmisión de los derechos— y al reparto (o depósito) del líquido resultante en la proporción que a cada uno de los accionistas corresponda en relación con sus fracciones, sin necesidad de depositar los títulos durante el período de tres años. De esta manera pueden llegar a conciliarse mejor los intereses de la sociedad (en conseguir la completa adjudicación de los títulos sin soportar los costes derivados de la constitución y mantenimiento del depósito de las acciones no adjudicadas) con los intereses de los titulares de fracciones de derechos de asignación (en percibir con celeridad la parte del valor de la acción sobre la que dichas fracciones recaen).

## **2. Los aumentos de capital por conversión de obligaciones en acciones o acordados al servicio de otros valores que incorporan derechos de suscripción**

1. Como es sabido, entre un amplio conjunto de valores que cumplen una finalidad típica de financiación, la sociedad anónima puede emitir determinados valores que dan derecho a las personas que los adquieran a suscribir acciones de la sociedad emisora. Tal es el caso de las obligaciones convertibles en acciones, de los *warrants* con derecho a la suscripción de acciones de nueva emisión y, en general, de otros valores análogos que directa o indirectamente den derecho a la suscripción de acciones<sup>670</sup>.

---

<sup>670</sup> El término *warrant* no tiene en la dogmática jurídica ni tampoco en la práctica financiera una única acepción. De hecho, una de las dificultades que presenta la caracterización de este instrumento financiero es, precisamente, su polivalencia para comprender una amplia gama de

La mecánica implícita en la emisión de esta clase de valores lleva consigo la necesidad de que la sociedad emisora amplíe el capital social en la medida correspondiente al nominal de la totalidad de las acciones sobre las que pueden hacerse efectivos el conjunto de derechos de conversión o suscripción comprendidos en las obligaciones o en los *warrants* procedentes de una misma emisión. En otras palabras, la efectividad de los derechos de conversión/suscripción incorporados a esta clase de valores depende de que la sociedad acuerde aumentar su capital social emitiendo acciones en cantidad suficiente para cubrir todas las solicitudes de suscripción o conversión que puedan hipotéticamente puedan realizar sus titulares<sup>671</sup>. Partiendo de que la suscripción o

---

valores cuyo denominador es la incorporación de un derecho de opción, pero que pueden tener un contenido muy diverso (para una exposición de las más relevantes modalidades de *warrants* *vid.*, RAMOS GASCÓN, *Régimen jurídico de los valores*, *cit.*, p. 407-414; también, J.E. CACHÓN BLANCO, "Régimen jurídico de los *warrants* -valores mobiliarios-", *RDBB*, nº 46, 1992, p. 376 y ss.; R. Mª FREIRE COSTAS, "Emisión de *warrants*", en A. Alonso Ureba/J. Martínez-Simancas (dirs.) *Instituciones del Mercado Financiero*, vol. VII, Madrid, 1999, p. 4268). Dentro de las distintas modalidades, la única que interesa a efectos de este trabajo es aquella conocida como *warrants* *societarios* o *warrants* sobre valores mobiliarios (*vid.* la distinción entre estos últimos y los estrictos *warrants* financieros que efectúa E. RODRÍGUEZ-ROVIRA, "Los *warrants*: especial referencia a su emisión", *RDM*, nº 202, 1991, p. 847 y ss.), y dentro de éstos sólo los que, definidos de manera sintética, dan derecho directa o indirectamente a la suscripción de acciones (esto es, a la adquisición originaria de acciones de nueva emisión) de la sociedad emisora o de otra sociedad, y cuya emisión —ya sea realizada de forma autónoma, ya unida a otros valores "anfitriones" (normalmente de renta fija)— se encuentra, en consecuencia, vinculada a una ampliación del capital social ("*warrants* de suscripción" o "*warrants* de conversión"). En realidad, tanto la emisión de *warrants*, como la emisión de obligaciones convertibles son utilizados en ocasiones como una de las técnicas para diferir en el tiempo la ejecución de una ampliación del capital (*vid.*, sobre el tema, P. G. MARCHETTI, "Aumenti di capitale ad esecuzione differita: warrant, opzione indiretta", *Riv. not.*, nº 223, 1993, p. 223 y ss.; L. BUTTARO, "Aumento di capitale. *Warrants* e oscillazioni di borsa", *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil. Homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, I, Madrid, 1994, p. 371 y ss).

<sup>671</sup> Tratándose de la emisión de obligaciones convertibles, la Ley vigente condiciona su emisión a que la sociedad acuerde aumentar el capital "en la cuantía necesaria" (*cfr.* art. 292.1 LSA), lo que, además, parece indicar que el acuerdo de emisión de las obligaciones convertibles y el acuerdo de aumento del capital deben adoptarse simultáneamente o, al menos, adoptarse en la misma Junta general (entre otros, A.J. TAPIA HERMIDA, "Las obligaciones convertibles en el Derecho español", en A. Alonso Ureba y otros (coords.), *Derecho de sociedades anónimas*, III, vol. 2º, Madrid, 1994, p. 1138; ROJO, "El acuerdo de aumento", *cit.*, p. 2345). Respecto de las emisiones de otros valores distintos de las obligaciones convertibles pero que dan derecho también a la suscripción de acciones de nueva emisión, las leyes societarias no contienen regulación alguna (*cfr.*, en cambio, lo que ocurre en otros países cercanos, como es el caso de Francia, donde en 1985 se introdujo en la *Loi des Sociétés Commerciales* de 1966 una regulación específica de la emisión de valores que dan derecho a la adquisición de títulos representativos del capital social, y en la que, entre otros, tienen cabida los *warrants* —*vid.* los artículos L. 228-91 y siguientes del *Code*

la conversión de estos valores en acciones es para los titulares de dichos valores un derecho potestativo, la pregunta es, entonces, qué ocurrirá si no se producen solicitudes de suscripción o conversión en cantidad suficiente para absorber el volumen total de las nuevas acciones emitidas a este fin<sup>872</sup>. Este supuesto es, al

---

de Commerce de 2000, antes artículos 339-1 y siguientes de la citada *Loi* de 1966—). Ante esta laguna se plantea la duda sobre el momento temporal en que la sociedad debe aumentar el capital, es decir, sobre si la sociedad —de manera análoga a lo que acontece con la emisión de obligaciones convertibles— está obligada a aumentar en la cuantía necesaria el capital social simultáneamente a la emisión de aquellos valores o si basta con que lo haga a *posteriori*, siempre que no se haya cumplido el plazo para ejercitar el derecho de conversión. Ante esta cuestión se ha sostenido que la emisión de valores que contienen la opción de suscribir acciones de nueva emisión exige en cualquier caso la adopción simultánea o incluso previa del acuerdo de aumento del capital social: la protección de los inversores proscribía la emisión de valores con derecho a suscribir acciones procedentes de ampliaciones de capital todavía no acordadas (*vid.*, con este y otros argumentos, GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitali*, *cit.*, p. 49 ss.). En España, la cuestión no aparece resuelta de manera explícita. El Real Decreto 291/1992 sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores exige que en el folleto de emisión de estos valores atípicos que concedan derechos de suscripción/conversión se recojan iguales reglas que las que establecen los artículos 293 y 294.2º y 3º de la Ley de Sociedades Anónimas en relación a las obligaciones convertibles, pero no incluye la remisión al artículo 292 del mismo texto legal, que establece la necesidad del acuerdo simultáneo del aumento del capital social (*cfr.* art. 19.2 tercer inciso del R.D. 291/1992). Algunos autores entienden que la solución más adecuada desde el punto de vista de la protección de los inversores se sitúa en la aplicación analógica del régimen legal de la emisión de las obligaciones convertibles a esta clase de valores mobiliarios atípicos, siendo necesario, en consecuencia, que el acuerdo de emitir *warrants* se acompañe simultáneamente del acuerdo de aumentar el capital social en la medida necesaria para atender las peticiones de los tenedores de los *warrants* que ejerciten su derecho de opción (FREIRE COSTAS, "Emisión de warrants", *cit.*, p. 4278; RODRÍGUEZ-ROVIRA, "Los warrants", *cit.*, p. 853). El mayor problema se presenta en el caso de los *unsponsored warrants* (*warrants* con derecho a adquirir valores de otra sociedad distinta de la propia emisora de los *warrants*), y que, frente a algunas opiniones sostenidas en el pasado (así, en contra de su admisibilidad en nuestro derecho, RODRÍGUEZ-ROVIRA, "Los warrants", *cit.*, p. 853), su legitimidad aparece hoy plenamente justificada en el artículo 19.2 segundo inciso del Real Decreto 291/1992 y en el Anexo B, Capítulo II, 15.1 de la Orden Ministerial de 12 de julio de 1993 (al que, según lo dispuesto por el artículo 2 de la Circular 2/99 de la CNMV, debe ajustarse el Capítulo II del Modelo RF1 de folleto de emisiones de renta fija). Estos preceptos reconocen la posibilidad de emitir valores que confieran opción a adquirir valores de una sociedad diferente a la que otorga la opción y que se encuentren todavía pendientes de emisión (*vid.* FREIRE COSTAS, "Emisión de warrants", *cit.*, p. 4281). En este caso, la relación contractual o vínculo societario entre ambas entidades (la que emite los *warrants* y la que debe emitir los valores sobre los que pesa la opción) debe hacerse constar en el folleto, proporcionándose en este sentido "las máximas garantías jurídicas acerca de la efectiva emisión en el momento del eventual ejercicio de la opción de un número suficiente de acciones, haciendo referencia a los pertinentes acuerdos de la Junta general y del órgano de administración de la Sociedad que debe emitirlos" (Anexo B, Capítulo II, 15.1 de la O.M. de 13 de julio de 1993).

<sup>872</sup> Es evidente que aquéllos que adquieren esta clase de títulos no están obligados a adquirir las acciones sobre las que pesa la opción. Como tal opción puede ser libremente ejercitada o no dentro del plazo fijado para ello por la sociedad emisora. Tratándose de obligaciones convertibles en acciones, los obligacionistas podrán optar, bien por la conversión, o bien por el reembolso del principal y de los intereses, lotes y ventajas llegado el momento de la amortización según lo convenido en la escritura de emisión (*vid.*, no obstante, en relación a algún supuesto residual en que el ejercicio de la conversión era obligatorio, RODRÍGUEZ-ROVIRA, "Los warrants", *cit.*, p. 849).



menos desde una perspectiva formal, similar al supuesto de hecho legal de la suscripción incompleta del aumento regulado en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas. De modo este, existe base jurídica para cuestionar si dicho precepto ha de aplicarse también al aumento incompleto del capital social como consecuencia de la insuficiencia del ejercicio del derecho de conversión o de suscripción consustancial a la emisión de los valores que, a su vez, justificaron la adopción del acuerdo de aumento. Una respuesta positiva tendría como consecuencia que, a menos que la sociedad emisora de las acciones sobre las que recaen los derechos de conversión o de suscripción hubiese previsto expresamente la eventual suscripción incompleta, el aumento del capital quedaría ineficaz, con la consiguiente imposibilidad de atribuir las acciones a los titulares de obligaciones o *warrants* que hayan ejercitado los derechos de conversión/opción inherentes a los mismos.

2. A pesar de la identidad formal entre ambos supuestos y del hecho de que la norma sobre la suscripción incompleta del aumento no efectúa excepciones expresas en cuanto a su ámbito de aplicación, la respuesta a esta cuestión no ofrece demasiadas dudas. Así se deduce, por otro lado, del alto grado de consenso alcanzado entre los autores que se han ocupado del tema, quienes no dudan en calificar a dichas ampliaciones del capital como *elásticas* y en defender, en consecuencia, la exclusión de las mismas respecto del ámbito de aplicación del citado artículo 161<sup>673</sup>.

---

. En el caso de los *warrants*, el titular puede optar por la adquisición del valor subyacente o puede optar por la cantidad de dinero que resulte de la diferencia entre el precio pactado de adquisición del valor en el momento de la emisión del *warrant* y el precio de mercado del valor en el momento del ejercicio del derecho de opción.

<sup>673</sup> Entre otros muchos, *vid.* en este sentido L. ANGULO, "Capítulo X: de las obligaciones", en F. Sánchez Calero (dir.), *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, t. VIII, Madrid, 1993, p. 404-405; S. TORRES ESCÁMEZ, *La emisión de obligaciones por sociedades anónimas*, Madrid, 1992, p. 249; TAPIA HERMIDA, "Las obligaciones convertibles en el Derecho español", *cit.*, p. 1141 y ss.; J. GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELAZQUEZ, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Bologna, 1989, p. 50 y ss; RAMOS GASCÓN, *Régimen jurídico de los valores*, *cit.*, p. 303-304; R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1978, p. 99 y ss; P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1983, p. 102 y ss; F. GALGANO, *La società per azioni*, *cit.*, p. 338-339; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1993, p. 73. En relación con los *warrants*, con cierto detenimiento, GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitali*, *cit.*, p. 64 y ss.; también, MARCHETTI, "Aumenti di capitale

En efecto, la relación estructural y funcional que media entre la emisión de valores con derecho a la conversión/suscripción de nuevas acciones y el aumento del capital al servicio del ejercicio de tales derechos es lo que determina que, a diferencia de otros supuestos, la cifra de la ampliación nazca ya participando desde el primer momento de la cualidad de la *variabilidad* o *elasticidad*. La imposibilidad de conocer en el momento en que se acuerda el aumento del capital correspondiente no sólo el número exacto de obligaciones convertibles o de valores similares (valores con derecho a la suscripción), según los casos, que serán suscritos, sino también el número y la medida en que los derechos incorporados a los mismos serán efectivamente ejercitados, determina que las ampliaciones del capital social que nos ocupan sean por naturaleza *elásticas* o por una *cifra máxima*. Esto significa que la cuantía de la ampliación del capital acordada al servicio de la emisión de esta clase de valores es una *cuantía adaptable*, tanto en función de las obligaciones y *warrants* que se suscriban, como en función de los derechos de conversión/suscripción que finalmente sean ejercitados por sus titulares, sin necesidad de que la Junta general que acuerda el aumento haga constar de manera expresa la previsión de *escindibilidad* de la

---

ad esecuzione differita", *cit.*, p. 228; en la literatura española, la misma opinión manifiesta RODRÍGUEZ-ROVIRA, "Los warrants", *cit.*, p. 854; por el contrario, J. L. GARCÍA-PITA Y LASTRES ("Breves consideraciones sobre la problemática jurídica de los warrants y las opciones sobre valores negociables", *La Ley*, 1990-2, p. 1220) entiende que en los casos de emisión de *warrants*, para evitar los problemas derivados de la incertidumbre en relación al número de titulares que harán uso de la opción concedida, es preferible que la emisión se realice previendo un determinado volumen de capital autorizado, habilitándose de este modo a los administradores para aumentar el capital en una o varias veces en función de las demandas de suscripción ejercitadas; *vid.* también, a pesar de la insuficiente claridad, las consideraciones que realiza CACHÓN BLANCO, "Régimen jurídico de los warrants", *cit.*, p. 396-397.

Éste es, por otro lado, el carácter *ex lege* que define el instituto jurídico del aumento de capital condicionado (*Bedingte Kapitalerhöhung*) previsto en el Derecho alemán (§ 192 AktG). En esta especial clase de aumento de capital —que sólo puede utilizarse para permitir el ejercicio de los derechos de cambio o de suscripción de los titulares de obligaciones, para la preparación de una concentración empresarial, o para permitir el ejercicio de los derechos de suscripción de nuevas acciones contra aportación de créditos salariales de los trabajadores que hubieran acordado con la sociedad una participación en los beneficios— el acuerdo de aumento expresa la voluntad de aumentar el capital en una cantidad en ese momento todavía no prevista, cuya exacta determinación dependerá de las peticiones de suscripción que se efectúen.

operación en las condiciones de la emisión (*cfr.* art. 161.1 LSA)<sup>674</sup>. El fundamento de esta postura se encuentra en la necesidad de garantizar el ejercicio del derecho de conversión o de suscripción en relación con todos los titulares de esta clase de valores, que de otra manera podría verse frustrado si se declarase la ineficacia total del acuerdo de aumento por suscripción incompleta o se reconociera a la sociedad la facultad de revocar el acuerdo (bien por no haber sido suscritas todas las obligaciones convertibles<sup>675</sup> o *warrants* emitidos, o bien por

---

<sup>674</sup> En el caso de obligaciones convertibles en acciones, esta *elasticidad* con que va desarrollándose el proceso de ejecución de la ampliación del capital social se desprende claramente del texto legal. Por un lado, el artículo 292 de la Ley de Sociedades Anónimas, exige el acuerdo simultáneo de la ampliación del capital social en la medida necesaria para atender todas las solicitudes de conversión que puedan presentarse. Por otro, el párrafo 1º del artículo 294 del mismo texto legal establece que "dentro del primer mes de cada semestre emitirán las acciones que correspondan a los obligacionistas que hayan solicitado la conversión durante el semestre anterior e inscribirán durante el siguiente mes en el Registro Mercantil el aumento del capital correspondiente a las acciones emitidas" (a nuestro juicio, es incorrecto aquí el empleo del término *emitir*. Las acciones se encuentran emitidas ya desde el acuerdo de aumento adoptado por la Junta general y la labor de los administradores se limita a la *adjudicación* de las acciones correspondientes a cada obligacionista que haya solicitado la conversión). La cifra global del aumento que consta en el acuerdo va siendo, en consecuencia, objeto de múltiples ejecuciones parciales, cada una eficaz en sí misma, pudiéndose apreciar al lado de la escindibilidad "de primer grado" —o relativa a la eficacia parcial de la ampliación por cifra menor a la acordada—, una escindibilidad "de segundo grado", consistente en la adquisición de los derechos de socio —y en la posibilidad de su ejercicio— por parte de aquellos obligacionistas que vayan optando por la conversión desde el momento mismo de la adjudicación de las acciones que les correspondan, sin necesidad de esperar a final del plazo otorgado para el ejercicio del derecho de conversión de las obligaciones comprendidas en la emisión y a la inscripción del último lote de acciones adjudicadas (*cfr.* el régimen que, con cierto paralelismo con la Ley española, se establece en el artículo L. 225-163 del *Code de Commerce* francés; sobre la distinción entre escindibilidad de *primer grado* y escindibilidad de *segundo* o *ulterior grado*, *vid.*, MARCHETTI, "Commento all'art. 20 II", *cit.*, p. 174). Esta escindibilidad de "segundo grado" es consustancial también a la emisión de los *warrants* (así, MARCHETTI, "Aumenti di capitale ad esecuzione differita", *cit.*, p. 228; GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitali*, *cit.*, p. 64). Con la emisión de los *warrants* la sociedad efectúa una oferta irrevocable que el titular del *warrant* tiene la facultad de aceptar. La aceptación se produce precisamente mediante el ejercicio de la opción incorporada al título, momento en el que se perfecciona el negocio de suscripción de las acciones procedentes del aumento del capital (MARCHETTI, "Aumenti di capitale ad esecuzione differita", *cit.*, p. 224; en parecido sentido, F. GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitali*, *cit.*, p. 63 ss. y p. 223 ss.).

<sup>675</sup> Resulta ilustrativo al respecto que el artículo 311 del Reglamento del Registro Mercantil exija que, al margen de la inscripción de la emisión de las obligaciones (tanto convertibles como no convertibles) en el Registro Mercantil, se haga constar por medio de acta notarial, bien la suscripción total de la emisión, bien *el importe efectivamente suscrito* (nuestra la cursiva), lo que evidencia que la falta de íntegra suscripción de la emisión de obligaciones (aunque ello llevará consigo necesariamente la suscripción incompleta del correlativo aumento del capital en caso de obligaciones convertibles), no invalida la emisión incluso cuando en el acuerdo de emisión no se hubiera previsto la posibilidad de suscripción incompleta.

no haberse recibido un número de solicitudes de conversión o de suscripción suficiente para cubrir la cifra del aumento acordado).

### **3. El aumento con cargo a aportaciones no dinerarias y el aumento por compensación de créditos**

1. Cuando el contravalor consiste en aportaciones *in natura* o en la compensación de créditos la operación de aumento del capital social se caracteriza por el hecho de quedar sometida a una serie de circunstancias procedimentales legalmente determinadas que reducen el alcance práctico de la norma sobre suscripción incompleta, ya porque dificultan en gran medida el acaecimiento del supuesto de hecho regulado en esta norma, o ya porque tal supuesto de hecho queda eliminado de raíz.

Hemos indicado en otro lugar<sup>676</sup> que en la práctica societaria no es infrecuente que la operación de aumento del capital social responda a la ejecución de un previo pacto celebrado, bien entre la sociedad y todos o algunos de los socios, o bien entre la sociedad y terceros. Estos pactos pueden adoptar diversas formas y tener muy distinta naturaleza, pudiendo ser también muy variados el grado de vinculación de las partes al contenido del pacto y el modo concreto de proceder a su ejecución. Pero dejando de lado los casos en los que la existencia de estos pactos previos responde, en definitiva, a una mera cuestión de conveniencia (sin que la operación en sí misma los reclame), en otros casos es la propia clase del contravalor del aumento del capital la que precisa de la conclusión de tales pactos, sin los cuales el aumento no puede realizarse. Esto es lo que ocurre, precisamente, en los aumentos de capital con cargo a aportaciones no dinerarias y en los aumentos por compensación de créditos. Un examen de la reglamentación legal específica de estas dos clases de aumento del capital permite advertir que el *iter* procedimental de la operación exige una fase previa a la convocatoria de la Junta general que ha de acordar el aumento —y anterior incluso a la propia redacción de la propuesta de aumento—, durante la cual los

---

<sup>676</sup> Vid. *supra* Capítulo 2º, III, 3.

administradores de la sociedad deben tomar contacto con las personas (ya sean concretos socios o terceros) interesadas en adquirir las acciones de próxima emisión a los fines de llegar a un acuerdo sobre las circunstancias en las que se desarrollará su futura participación en el capital social<sup>677</sup>.

En el caso de las aportaciones no dinerarias, el artículo 155 de la Ley de Sociedades Anónimas establece la obligación de poner a disposición de los accionistas al tiempo de la convocatoria de la Junta “un informe de los administradores en el que se describan con detalle las aportaciones proyectadas, las personas que hayan de efectuarlas, el número y valor nominal de las acciones que hayan de entregarse y las garantías adoptadas según la naturaleza de los bienes en que la aportación consista”<sup>678</sup>. Si el contravalor ha de consistir en la compensación de créditos, el artículo 156 del mismo texto legal también exige indirectamente la previa determinación por los administradores de los créditos contra la sociedad que pretenden ser compensados, puesto que, en virtud de dicho precepto, al tiempo de la convocatoria de la Junta deberá ponerse a disposición de los accionistas una certificación del auditor de cuentas de la sociedad que acredite la exactitud de los datos ofrecidos por los administradores sobre los créditos en cuestión. Sea como sea, en ambas clases de aumento del capital será precisa en la mayor parte de los casos la exclusión total o parcial del derecho de suscripción preferente<sup>679</sup>, de modo que en el informe que con carácter informativo debe ponerse a disposición de los accionistas antes de la celebración de la Junta encargada de decidir sobre la propuesta de aumento con exclusión del derecho de suscripción preferente, al lado de otra serie de datos, debe hacerse

---

<sup>677</sup> La cuestión resulta incontrovertida, *vid.* por ejemplo, ROJO, “El acuerdo de aumento”, *cit.*, p. 2352-2353; P. J. RUBIO VICENTE, *La aportación de empresa en la Sociedad Anónima*, Valladolid, 2001, p. 354.

<sup>678</sup> *Cfr.* artículo 74.3 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada.

<sup>679</sup> En contra de lo que a primera vista pudiera pensarse, la exclusión del derecho de suscripción preferente no es necesaria siempre y en todo caso. Así, con particular referencia al aumento con aportaciones no dinerarias, *vid.* ALFARO, *Interés social y derecho de suscripción preferente*, *cit.*, p. 130, citando algunas situaciones en las que no se excluye el derecho de suscripción preferente y que tendrán lugar, normalmente, en sociedades cerradas.

mención de las personas a quienes habrán de atribuirse las nuevas acciones (art. 159.1 LSA)<sup>680</sup>.

2. Del examen de la normativa citada se desprende que estos especiales aumentos del capital social son, pues, el resultado de la ejecución de unos pactos previos (anteriores, incluso, a la convocatoria de la Junta general que ha de decidir la ampliación), celebrados entre la propia sociedad (a través de los administradores) y las personas encargadas de efectuar las aportaciones. Es más, podría incluso llegar a afirmarse que el aumento del capital cumple aquí una mera función instrumental, en cuanto que está dirigido a satisfacer un interés muy concreto de la sociedad: la capitalización de deuda y la consiguiente disminución del pasivo exigible (en el caso del aumento por compensación de créditos), o la adquisición de ciertos bienes a través de un mecanismo (la atribución de acciones al aportante a cambio de la entrega del bien del que es titular) alternativo a cualquier otra fórmula que en hipótesis sería apta también para producir el efecto deseado.

En efecto, ante el interés que para la sociedad representa, bien la adquisición de determinados bienes que no se encuentran en el mercado (o cuya adquisición

---

<sup>680</sup> El legislador español ha optado en la Ley vigente por no incluir los aumentos del capital por compensación de créditos y con cargo a aportaciones no dinerarias entre los supuestos de exclusión legal del derecho de suscripción preferente mencionados en el artículo 159.4 de la Ley de Sociedades Anónimas, actuando, así, en contra de un buen número de opiniones vertidas bajo la Ley de anónimas de 1951 (*vid.*, por ejemplo, ÁLVAREZ ÁLVAREZ, "Ejercicio del derecho de suscripción", *cit.*, p. 277 y ss.; BÉRGAMO, *Sociedades anónimas (las acciones)*, II, *cit.*, p. 608 y ss.; GARRIGUES-Olivencia, *Comentario*, I, *cit.*, p. 456; SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, *cit.*, p. 304-326), y con un criterio diferente del que está presente en la Segunda Directiva, que sólo exige a los Estados miembros el reconocimiento del derecho de suscripción preferente en los aumentos con aportaciones dinerarias (art. 29.1). Esto significa que los problemas de incompatibilidad entre el reconocimiento de este derecho y la viabilidad de estas clases de aumento del capital deben encontrar necesariamente su solución a través de la exclusión total o parcial del mismo por la Junta general que acuerda el aumento (art. 159.1 LSA). Entre la doctrina han manifestando su opinión favorable a la opción legalmente acogida, entre otros, ALFARO, *Interés social y derecho de suscripción preferente*, *cit.*, p. 129; ALONSO LEDESMA "Algunas consideraciones sobre el juego de la cláusula del interés social en la supresión o limitación del derecho de suscripción preferente", en *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, 1991, p. 38-39; y también en *La exclusión*, *cit.*, p. 112 y ss.; VELASCO SAN PEDRO, "El derecho de suscripción", *cit.*, p. 550; DÍAZ GÓMEZ, *Las aportaciones no dinerarias*, *cit.*, p. 259). *Vid.*, no obstante, SÁNCHEZ ANDRÉS (*La acción*, *cit.*, p. 202 y ss.), quien advierte, en sentido contrario, que el derecho de suscripción preferente no nace en esta clase de aumentos.

en el mismo reportaría un mayor coste que la adquisición por vía de aportación), o bien la capitalización de determinadas deudas reduciendo, así, el pasivo exigible que aparece en el balance, los administradores se habrán puesto en contacto con las personas idóneas (terceros o socios) para satisfacer tal interés, y que, a su vez, se hallen interesadas en formar parte de la sociedad o en incrementar la participación que ya tienen en la misma. Con ellas habrán llegado a un acuerdo que incluirá, al menos, los datos relativos a la naturaleza y valor de los bienes a aportar (o de los concretos créditos a compensar) y el número, clase y nominal de las acciones que se les entregarán a cambio. La validez de dichos acuerdos previos, que no aparecen explícita ni implícitamente regulados en la Ley, no precisa especiales requisitos de forma. Podrán consistir en meros acuerdos verbales o plasmarse por escrito, ya sea en un simple documento privado o, más rara vez, en documento público.

Siendo éstas las circunstancias en las que se desarrollan las citadas ampliaciones del capital social, parece evidente que la posibilidad de que llegue a verificarse el evento de la suscripción incompleta es ciertamente remota, toda vez que, acordado el aumento del capital, las nuevas acciones emitidas estarán destinadas, precisamente, a aquellas personas con las que los administradores pactaron las aportaciones, quienes las adquirirán en virtud de dicho pacto. No obstante, los autores que se han ocupado del tema han señalado que, a pesar de su escasa probabilidad, no es descartable en absoluto que parte del aumento quede sin cubrir en el caso de que alguno o algunos de los designados en la propuesta de aumento (según los casos, el acreedor social titular de los créditos a compensar o el titular del bien no dinerario) se nieguen después a suscribir las acciones emitidas una vez acordada la ampliación del capital. A juicio de estos autores, esta circunstancia daría lugar a un supuesto típico de suscripción incompleta del aumento, susceptible de caer bajo el ámbito de aplicación de la norma sobre suscripción incompleta contenida en la Ley<sup>681</sup>.

---

<sup>681</sup> Así, CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", *cit.*, p. 751; en el mismo sentido, para la sociedad de responsabilidad limitada, SÁNCHEZ GONZÁLEZ, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital social", *cit.*, p. 287; en lo que se refiere al aumento con aportación no dineraria, SACRISTÁN REPRESA, "El aumento de capital", *cit.*, p. 283; también, entre la

3. A nuestro modo de ver, el problema, cuya solución se presenta sencilla a simple vista, es susceptible de alcanzar a mayor abundamiento cierta dosis de complejidad. Esta complejidad que se deriva, fundamentalmente, de la necesidad de adentrarnos en el siempre pantanoso terreno de los comportamientos anteriores a la conclusión definitiva de los negocios, puesto que la tarea de determinar si en estas clases de aumento del capital puede llegar a verificarse el supuesto de hecho legal de la suscripción incompleta exige la previa determinación del grado de vinculación alcanzado por las partes en esos tratos previos, cuestión ésta que, en multitud de ocasiones, es de difícil interpretación en la práctica. Además, a pesar de las semejanzas que en el plano procedimental existen entre el aumento del capital con cargo a aportaciones *in natura* y el aumento por compensación de créditos, la distinta naturaleza del contravalor del aumento en cada uno de estos casos determina alguna diferencia que ha de ser tenida en cuenta a la hora de abordar el problema de las posibles acciones sobrantes. Como trataremos de demostrar, el estudio individualizado de cada una de estas clases de aumento pondrá de manifiesto cómo la pregunta sobre su posible inclusión dentro del ámbito de aplicación de la norma legal sobre suscripción incompleta no obtiene siempre y en todo caso idéntica respuesta<sup>682</sup>.

---

doctrina italiana básicamente se coincide en afirmar que la norma sobre suscripción incompleta del aumento del capital (art. 2439.II *Codice civile*) es susceptible de aplicación a cualquier aumento con nuevas aportaciones, ya sean éstas dinerarias, no dinerarias o consistan en la aportación de un crédito (así, por ejemplo, sostienen que la norma es aplicable a cualquier aumento del capital "a pagamento", MARCHETTI, "Problemi", *cit.*, p. 94; *id.*, "Commento l'art. 20 II", *cit.*, p.175; C. GANDINI, "Modificazioni dell'atto costitutivo nelle società di capitali: adempimenti pubblicitari ed aumento del capitale sociale" (I), *cit.*, p. 880).

<sup>682</sup> Es conveniente aclarar que las conclusiones a las que se llegará en relación con la posibilidad de una suscripción incompleta en estas clases de aumentos habrá que entenderlas realizadas respecto de un aumento de capital acordado *íntegramente* por compensación de créditos o *íntegramente* con cargo a nuevas aportaciones no dinerarias. En caso de que la contraprestación del aumento del capital tenga una naturaleza mixta, el supuesto de hecho de la suscripción incompleta —y con ello la posibilidad de que el aumento caiga bajo el ámbito de aplicación de la norma que analizamos— podrá o no verificarse dependiendo de la combinación de que se trate. Así, por ejemplo, acordado un aumento del capital con emisión de nuevas acciones, unas a desembolsar con cargo a aportaciones dinerarias y otras por compensación de créditos (con exclusión parcial del derecho de suscripción preferente, salvo que el acreedor tenga a su vez la condición de socio), con independencia de lo que se dirá en relación con el aumento por compensación de créditos, la operación de aumento en su conjunto caerá bajo el ámbito de aplicación del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas si las acciones emitidas con cargo a aportaciones dinerarias no han quedado íntegramente suscritas tras el plazo otorgado para la suscripción. A menos que se hubiera previsto esta circunstancia en las condiciones de emisión, la



### 3.1. El aumento del capital social por compensación de créditos

1. Por lo que se refiere al aumento del capital por compensación de créditos, no estará de más comenzar señalando que el problema planteado sólo puede, en su caso, verificarse en el marco de la denominada *compensación planificada*, que es la que, precisamente, integra el supuesto de hecho previsto en el artículo 156 de la Ley de Sociedades Anónimas. Como es sabido, esta expresión es utilizada por la doctrina para identificar la compensación que “ha sido prevista antes de adoptar el acuerdo de aumento en atención a que la ampliación del capital se promueve con el propósito de extinguir, mediante la compensación, determinados créditos que gravan el patrimonio de la sociedad”<sup>683</sup>. Por el contrario, en la que ha sido denominada como *compensación circunstancial o no planificada*, por definición, el problema de la falta de cobertura del aumento no puede llegar a producirse, ya que aquí la compensación “se desarrolla en el seno del aumento ordinario del capital con aportaciones dinerarias y se produce cuando en el trámite de ejecución de un acuerdo de aumento ya adoptado, un suscriptor que a su vez es acreedor social solicita que se compense la deuda de aportación con el crédito que ostenta frente a la sociedad”<sup>684</sup>. En este segundo caso —que no viene contemplado en la Ley de Sociedades Anónimas—, puesto que la compensación se plantea ya en la fase de ejecución del aumento dinerario por parte de algún suscriptor que, a su vez, es acreedor de la sociedad, las cuestiones que puedan afectar a la compensación como forma de cumplir con la obligación de aportación —incluida la cuestión de la propia admisibilidad de esta práctica<sup>685</sup>— se

---

suscripción incompleta de las acciones a desembolsar en dinero provocará la *ineficacia del propio acuerdo de aumento*, que, a su vez se extenderá a todos los actos de ejecución de la operación de aumento ya realizados. Y lo mismo habrá que sostener si la combinación consiste en acciones a desembolsar en dinero y acciones a desembolsar mediante bienes *in natura*.

<sup>683</sup> IGLESIAS PRADA, “Sobre el aumento del capital”, *cit.*, p. 229.

<sup>684</sup> IGLESIAS PRADA, “Sobre el aumento del capital”, *cit.*, p. 226-227.

<sup>685</sup> A pesar del silencio que guarda la Ley de Sociedades Anónimas española respecto de esta *compensación circunstancial* (cfr., por el contrario, § 19.2 GmbHG, § 66.1 AktG y art. L. 225-127.2º del *Code de Commerce* francés, único supuesto éste de compensación de la deuda de aportación que regula el *Code*) la doctrina se muestra, en general, favorable a su admisibilidad, si

reconducen a eventuales problemas relacionados con el desembolso de las acciones ya suscritas, y no con el supuesto de hecho legal de la falta de íntegra suscripción del aumento<sup>686</sup>.

Siendo las circunstancias descritas las que constituyen el marco en el que se desenvuelve la operación de aumento por compensación de créditos que nos ocupa —la *compensación planificada*—, parece forzoso concluir que la emisión de las nuevas acciones, la atribución de las mismas al acreedor social y la extinción del crédito por compensación (en sentido financiero, la capitalización de la deuda) no son más que el resultado de un pacto previo entre la sociedad (a través de los administradores) y el acreedor o acreedores afectados, esto es, la ejecución de un previo acuerdo *bilateralmente* concluido entre la sociedad y cada uno de los acreedores interesados en adquirir por esta vía un determinado número de nuevas acciones<sup>687</sup>. Así, la cuantía del aumento se define previamente en atención al importe de los créditos que la sociedad pretende capitalizar<sup>688</sup>.

Esta afirmación es sostenible incluso cuando, a diferencia de lo prescrito en el artículo 155 de la Ley de Sociedades Anónimas en relación con el aumento del capital con cargo a aportaciones no dinerarias, el artículo 156 no exige expresamente para este otro caso la puesta a disposición de los

---

bien exigiendo el cumplimiento del régimen previsto legalmente para la *compensación planificada* con las debidas adaptaciones (así, con argumentos de peso, IGLESIAS PRADA, "Sobre el aumento del capital", *cit.*, p. 226-239).

<sup>686</sup> Quiere decirse con ello que en el marco de la *compensación circunstancial* la compensación se plantea como forma alternativa de efectuar el desembolso por parte de alguien que ya ha suscrito las acciones, de modo que no puede ya tener lugar el supuesto de hecho establecido en el artículo 161 (suscripción incompleta originaria del aumento del capital). Si después la compensación no puede efectuarse (v.gr. el crédito del aportante está vencido, es inexistente, o ha sido cedido a un tercero), y las acciones suscritas no se desembolsan por otro medio distinto, el problema será un problema de falta de desembolso o de desembolso defectuoso de acciones ya suscritas, susceptible, en su caso, de integrar un supuesto de aumento incompleto sobrevenido (*vid. infra* Capítulo 6º, II).

<sup>687</sup> *Vid.*, así, GALÁN LÓPEZ, "El aumento del capital", *cit.*, p. 438 y ss., quien destaca que la aplicación del artículo 156 se limita a "aquella situación en la que la operación es pactada previamente por la sociedad con su acreedor o acreedores, exigiendo el acuerdo de ambas partes para su realización"; también, destacando la necesidad de tantos acuerdos previos como acreedores interesados y la imposibilidad de decisiones colegiadas u orgánicas sustitutorias de los mismos, ALONSO ESPINOSA, "Modificación de Estatutos", *cit.*, p. 86; MAMBRILLA RIVERA, "Aumento del capital", *cit.*, p. 375 y 386.

<sup>688</sup> IGLESIAS PRADA, "Sobre el aumento del capital", *cit.*, p. 247, nota 72.

accionistas antes de la celebración de la Junta general en la que se ha de decidir el aumento de un informe que indique la identidad del acreedor social cuyos créditos quedarían extinguidos por la compensación, ni tampoco los datos que identifican las acciones que les serán adjudicadas. La existencia del previo pacto compensatorio no aparece expresa ni implícitamente reflejada en el texto legal<sup>689</sup>. A pesar de ello, resulta evidente que tal forma de extinguirse el crédito preexistente no es posible sin el consentimiento anticipado del acreedor o acreedores afectados. Este consentimiento es necesario sea cual sea la naturaleza jurídica que pretenda atribuirse a esta especial manera de liberar las nuevas acciones emitidas<sup>690</sup>. Así, los autores que defienden la verdadera naturaleza compensatoria de la recíproca extinción de la deuda de aportación y del crédito que se detentaba contra la sociedad (tanto si se entiende que el tipo de compensación regulado en el referido artículo 156 es la *compensación convencional*<sup>691</sup>, como si se considera que dicho precepto

---

<sup>689</sup> Los términos con los que está regulado el aumento del capital por compensación de créditos en el texto de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada, sacan a la luz de forma más nítida la existencia de tales negociaciones previas. Así, utilizando una redacción muy similar a la empleada con respecto al aumento con aportaciones no dinerarias, el artículo 74.2 de este texto legal exige la elaboración de un informe por parte de los administradores "sobre la naturaleza y características de los créditos en cuestión, la *identidad de los aportantes*, el número de participaciones sociales que hayan de crearse y la cuantía del aumento [...]".

<sup>690</sup> Es de sobra conocida la discusión que se ha planteado sobre la verdadera naturaleza jurídica que, más allá de la literalidad de los términos empleados por la Ley, debe atribuirse a este peculiar modo de efectuar la aportación. Mientras que para unos se trata de un verdadero supuesto de compensación de créditos (GALÁN LÓPEZ, "El aumento del capital", *cit.*, p. 443; IGLESIAS PRADA, "Sobre el aumento del capital", *cit.*, p. 212), otros han sostenido que el fenómeno contemplado no es otro que el de la dación en pago (así, bajo el régimen legal previgente y en relación con las obligaciones convertibles, DE LA CÁMARA, *Estudios*, I, *cit.*, p. 79 ss. y *Estudios*, II, *cit.* p. 143, opinión que, a pesar de ser la más aceptable a su juicio, el propio autor relativiza en la más reciente obra *El capital social*, *cit.*, p. 387 ss.; también, VICENT-CHULIÁ, *Compendio crítico*, *cit.*, p. 768; ALONSO ESPINOSA, "Modificación de estatutos", *cit.*, p. 86). Por último, un sector numeroso de la doctrina estima, en fin, que la figura que mejor explica tal operación es la de la novación, ya sea ésta una novación extintiva de carácter objetivo por variación de la causa (SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, p. 325; *id.*, si bien menos claro, en "Aumento y reducción", *cit.*, p. 381; por lo que parece, MAMBRILLA RIVERA, "Aumento del capital", *cit.*, p. 378 ss.), una novación mediata o compleja (DE LA CUESTA, "El Aumento y la reducción del capital", *cit.*, p. 204; con una evolución de la opinión mantenida en el pasado, VICENT CHULIÁ, *Introducción al Derecho Mercantil*, *cit.*, p. 442) o una novación objetiva simple (J. C. GONZÁLEZ VÁZQUEZ, "Il c.d. aumento di capitale mediante compensazione: natura giuridica e disciplina applicabile", *Giur. Comm.*, I, nº 21.2 (marzo-abril 1994), p. 288 ss.).

<sup>691</sup> GALÁN LÓPEZ, "El aumento del capital", *cit.*, p. 439 y ss. El fundamento de esta opinión —que intenta reconducir el fenómeno que nos ocupa a categorías elaboradas en el ámbito estricto de la disciplina del Derecho civil— reside en el hecho de que el artículo 156 no exige que los créditos a compensar se encuentren en su totalidad vencidos, líquidos y exigibles, bastando con que lo sean en un 25 % (*vid.* sobre las dificultades interpretativas que ocasiona la norma en este punto, en particular, sobre si el requisito del 25% debe calcularse con relación a cada uno de los créditos o respecto del conjunto total de créditos, IGLESIAS PRADA, "Sobre el aumento del capital", *cit.*, p. 243 y ss.), mientras que la compensación legal regulada en el Código Civil, y definida por su carácter automático o forzoso, exige que los créditos estén vencidos y sean líquidos y exigibles en su integridad (*cfr.* art. 1196 C. C.). Así, ante la ausencia de tales requisitos, que impediría, en consecuencia, el recurso a tal compensación legal, la compensación a la que se

proscribe esta clase de compensación<sup>692</sup>) destacan la necesidad de este previo acuerdo *inter partes*, ya que el consentimiento anticipado es consustancial a la compensación planificada en tanto supuesto de hecho regulado en la Ley. Y el mismo consentimiento previo del acreedor —es decir, anterior al acuerdo de aumento— se exige por aquellos otros autores que defienden el carácter novatorio de la figura<sup>693</sup>, o bien su naturaleza de dación en pago<sup>694</sup>.

2. Llegados a este punto es preciso esclarecer la cuestión clave que permite dar solución al tema que nos ocupa: si estos aumentos de capital por compensación de créditos pueden quedar no suscritos por completo y caer, en consecuencia, bajo el ámbito de aplicación del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas. En realidad, como a estas alturas del discurso ya se habrá podido advertir, la respuesta depende, en definitiva, del significado jurídico que se le otorgue al pacto resultante de las negociaciones celebradas entre los administradores y el acreedor antes de la adopción del acuerdo de aumento. No obstante, el intento de calificar jurídicamente estas conductas anteriores al acuerdo de aumento tropieza con un doble obstáculo inicial: por un lado, la Ley no regula esta fase de tratos previos a la adopción del acuerdo; por otro, tampoco establece ulteriores requisitos procedimentales sobre la forma y el momento en

---

refiere el citado artículo 156 no puede ser otra que la compensación convencional o voluntaria, la cual, a pesar de su falta de regulación legal, viene siendo admitida por la doctrina y jurisprudencia al amparo de la autonomía de la voluntad, y que se definida como "aquella compensación que se realiza por voluntad de las partes cuando la ausencia de alguno de los requisitos de liquidez, vencimiento o exigibilidad de los créditos recíprocos impide su compensación legal" (GALÁN LÓPEZ, "El aumento del capital", *cit.*, p. 439).

<sup>692</sup> IGLESIAS PRADA, "Sobre el aumento del capital", *cit.*, p. 232-234 y p. 242. A juicio de este autor, del hecho de que la norma sólo exija el 25% en cuanto al vencimiento, liquidez y exigibilidad del crédito a compensar no es en absoluto argumento para ver en la misma el reconocimiento de una compensación de tipo convencional, sino que simplemente, en armonía con el principio del desembolso mínimo del veinticinco por ciento del valor nominal de cada acción, viene a precisar que para liberar la acción en la parte exigida el crédito a compensar debe ser líquido y exigible en esa misma proporción. En otras palabras, que la norma viene a aceptar la compensación parcial del crédito. Ello significa que sólo es compensable la parte del crédito que aglutine los requisitos de vencimiento, exigibilidad y liquidez, extinguiéndose en ese único importe los recíprocos créditos de la sociedad y del acreedor, subsistiendo la posición jurídica acreedora del aportante por el resto, que se irá extinguiendo sucesivamente por compensación en las fechas de vencimiento fijadas (*vid. últ. op. cit.*, p. 246).

<sup>693</sup> Así, con claridad, DE LA CUESTA, "El Aumento y la reducción", p. 202-203; SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, p. 325.

<sup>694</sup> ALONSO ESPINOSA, "Modificación de estatutos", *cit.*, p. 86-87.

que el acreedor interesado en la conversión de sus créditos en acciones debe emitir la declaración que le vincule negocialmente con la sociedad en cuanto a la adquisición de la titularidad de las nuevas acciones, o sobre la forma en que la sociedad debe realizar la adjudicación de las mismas. Por eso, las sociedades que aumentan su capital social a través de este instrumento jurídico gozan en la práctica de un amplio margen de libertad, tanto para configurar el modo de hacer efectiva la operación en lo que respecta a estos extremos, como para determinar el grado de vinculación que surge para las partes esas conversaciones previas. Esta escasez de regulación legal permite que desde el punto de vista de la práctica se puedan aceptar muy diferentes maneras de ejecutar esta clase de aumento del capital (lo que, a su vez, dificulta la tarea de reconducir dogmáticamente las conductas de las partes implicadas en la operación hacia una categoría jurídica unitaria).

3. Cuando esos pactos previos han quedado plasmados de manera inequívoca en un *precontrato de suscripción* o en un *contrato de suscripción de las futuras acciones*, el riesgo de la suscripción incompleta del aumento será prácticamente inexistente, debido a que el consentimiento negocial ya ha sido prestado en el precontrato o en el contrato sobre las futuras acciones (y no se precisará, en consecuencia, de un nueva declaración negocial tras el acuerdo de aumento) y a que la sociedad goza, en general, de la posibilidad de ejecutar de manera forzosa y específica las prestaciones en caso de falta de cumplimiento voluntario<sup>695</sup>. En los casos en los que no pueda deducirse de manera inequívoca la presencia de estas figuras jurídicas, la cuestión clave que permite discernir si es posible que se dé un fenómeno similar al de la suscripción incompleta no es otra que la determinación del momento preciso en que nace para el acreedor de la sociedad —y a favor de ésta— la deuda de aportación a extinguir mediante el mecanismo jurídico de la compensación, y que sólo puede tener su origen en ese pacto o negocio previo concluido entre la sociedad y el acreedor destinatario de

---

<sup>695</sup> Vid. *supra* Capítulo 2º, III, 3.

las nuevas acciones emitidas<sup>696</sup>. Y ello porque será éste el momento en el cuál el aumento debe considerarse cubierto y cumplida la condición de la íntegra suscripción prevista en la Ley.

En relación con esta cuestión existen, en hipótesis, dos posibles soluciones: bien entender que esta clase de aumento del capital precisa siempre y en todo caso una declaración expresa del acreedor o acreedores afectados *posterior a la adopción del acuerdo de aumento* por la Junta en la que manifiesten su voluntad de adquirir las acciones emitidas, o bien entender que dicha declaración de voluntad expresa posterior al acuerdo de aumento no es necesaria en los aumentos por compensación de créditos, en virtud de la existencia de un consentimiento previo del acreedor a que el crédito que ostenta contra la sociedad se extinga a cambio de que ésta le adjudique las acciones que debe emitir a tal fin. En el primero de los casos, la forma de proceder sería muy similar a la que es típica de las ampliaciones del capital social con cargo a nuevas aportaciones dinerarias, puesto que una vez adoptado el acuerdo de aumento y emitidas las nuevas acciones, habría que esperar a que el acreedor manifestara su voluntad de adquirir dichas acciones, naciendo sólo en ese momento la deuda de aportación a extinguir mediante la compensación<sup>697</sup>. En el segundo de los casos, si se considera que el acreedor ha dado ya su consentimiento firme a la extinción de los créditos a cambio de la adjudicación de las futuras acciones durante la fase previa a la adopción del acuerdo de aumento (no siendo, por ello, necesaria una nueva manifestación de voluntad en este sentido) el nacimiento de la deuda de aportación tendrá lugar con el simple acuerdo de aumento, de modo que la ampliación del capital —cuya cifra se ha establecido en atención al importe de los créditos preexistentes a compensar— queda cubierta por completo en el mismo momento de la adopción del acuerdo.

---

<sup>696</sup> Vid. IGLESIAS PRADA, "Sobre el aumento del capital", *cit.*, p. 211.

<sup>697</sup> Así, por ejemplo, siendo varios los acreedores implicados en la operación, el aumento del capital se iría cubriendo —en sentido técnico, *suscribiendo*— progresivamente a medida que cada uno de ellos fuera efectuando dicha declaración.

En relación con el tema central que nos ocupa, las consecuencias de seguir una u otra tesis son bien diferentes: mientras que conforme a la primera, el aumento puede quedar incompleto en el caso de que alguno de los acreedores afectados se niegue, después de acordado el aumento, a adquirir (suscribir) las acciones que le corresponden en virtud del pacto previo, conforme a la segunda, esta circunstancia no podría llegar a producirse, puesto que la simple adopción del acuerdo de aumento por la sociedad lleva consigo la creación de la deuda de aportación y su simultánea extinción por compensación según el contenido del pacto previo celebrado con los acreedores.

En la generalidad de los casos (es decir, como regla general y salvo que de las circunstancias se deduzca otra cosa) no será difícil advertir que las negociaciones previas con el acreedor o acreedores afectados, aún cuando no hayan quedado plasmadas de manera expresa e inequívoca en un específico precontrato o en un contrato de suscripción sobre las futuras acciones, tienen como fruto el compromiso firme de aquéllos de aceptar esta peculiar manera de extinguir los créditos que ostentan contra la sociedad, de modo tal que puede atribuirse a las declaraciones emitidas por tales acreedores un efecto jurídico vinculante con relación al canje de los créditos por las futuras acciones. El hecho de que tras la celebración de estas negociaciones los administradores pongan en marcha el mecanismo de convocatoria de la Junta general proponiendo a la misma el aumento del capital por compensación con determinados créditos, la exclusión del derecho de suscripción preferente y la atribución de las acciones a los titulares de aquellos créditos, permite presumir que los administradores actúan sobre la base de una declaración de voluntad negocial que implica el consentimiento firme del acreedor a esta forma especial de extinción de su crédito<sup>698</sup>. Vistas las cosas de esta manera —y según las reglas generales de perfección de los contratos (*cfr.* arts. 1254 y 1262.1 C. C.)— resulta forzoso concluir que será la adopción del acuerdo de aumento por parte de la Junta el acto que da lugar a la perfección el negocio societario que origina la obligación de aportar, en cuanto que este será el momento en que se producirá el cruce de las declaraciones de voluntad de los

---

<sup>698</sup> Así, con claridad, DE LA CUESTA RUTE, "El Aumento y la reducción", *cit.*, p. 202-203.

sujetos partes del mismo; por un lado, la declaración de voluntad del acreedor afectado, que ya fue emitida con anterioridad a la adopción del acuerdo y, por otro, la declaración de voluntad de la sociedad, que se emite, precisamente, a través de la adopción de dicho acuerdo<sup>699</sup>.

Este especial modo de configurar la operación permite afirmar que los aumentos del capital por compensación de créditos quedan *suscritos* en el momento mismo de la adopción del acuerdo por la Junta general, sin necesidad de ninguna declaración de voluntad ulterior por parte del acreedor o acreedores implicados, generándose desde entonces la obligación de la sociedad de proceder a la adjudicación de las acciones según lo convenido<sup>700</sup>. Además, debido a la especial naturaleza que tiene el contravalor en esta clase de aumentos, el cumplimiento de la *obligación de desembolsar* que surge a cargo del acreedor en el momento de la emisión de las nuevas acciones no requiere de la realización de un acto material de aportación en sentido estricto por parte de este sujeto<sup>701</sup>. Así,

---

<sup>699</sup> Dado que la celebración del pacto previo celebrado entre los administradores y el acreedor (en virtud de cual este último acepta sustituir su condición de acreedor por la condición de socio) debe recibir el *placet* de la Junta general en cuanto único órgano con competencia para emitir las acciones que se han de atribuir a aquél, el consentimiento de la sociedad al canje negociado por los administradores se manifestará, precisamente, en el momento de la adopción de acuerdo de aumento por parte de la Junta general conforme a la propuesta de los administradores. Así lo entienden, entre otros, DE LA CUESTA RUTE, "El Aumento y la reducción", *cit.*, p. 202; GALÁN LÓPEZ, "El aumento del capital", *cit.*, p. 441; ALONSO ESPINOSA, "Modificación de estatutos", *cit.*, p. 87; MAMBRILLA RIVERA, "Aumento del capital", *cit.*, p. 387; IGLESIAS PRADA, "Sobre el aumento del capital", *cit.*, p. 234-235, quien sostiene, no obstante, que el requisito del *placet* de la Junta a esta concreta operación no obedece tanto a una razón de competencia orgánica para decidir el aumento como al hecho de que esta operación planificada rara vez no exigirá la exclusión del derecho de suscripción preferente, que, en virtud del artículo 159.1 de la Ley de anónimas, requiere una decisión expresa de la Junta general.

<sup>700</sup> En la literatura existente sobre el tema se utiliza de forma generalizada el término *suscripción* para indicar el acto que da origen a la deuda de aportación —o, lo que es lo mismo, al crédito de la sociedad— a compensar con la deuda social preexistente y se insiste en la calificación como *suscriptor* del acreedor que adquiere las acciones de nueva emisión (*Vid.* IGLESIAS PRADA, "Sobre el aumento del capital", *cit.*, p. 209 y p. 223; GALÁN LÓPEZ, "El aumento del capital", *cit.*, p. 438 y p. 448, entre otras; ALONSO ESPINOSA, "Modificación de estatutos", *cit.*, p. 87). Pero con el uso de tales expresiones, realizadas al hilo del discurso expositivo, no creemos que los autores hayan pretendido una equivalencia con el significado que el término suscripción de acciones adopta en el marco de un aumento del capital ordinario en el que las acciones emitidas deben ofrecerse a la libre suscripción de socios o terceros dando un plazo para ello, sino que su empleo se debe al tradicional uso de este término para designar genéricamente toda adquisición originaria de una o más acciones realizada con carácter oneroso.

<sup>701</sup> A nuestro juicio, la especial naturaleza del contravalor en el aumento del capital por compensación de créditos —un crédito existente contra la sociedad que se extingue por



puede llegar incluso a afirmarse que los aumentos de capital por compensación de créditos quedan cubiertos patrimonialmente en el mismo instante en que nace la deuda de aportación. Esta misma idea parece, en efecto, desprenderse de las opiniones de aquellos autores que entienden que la compensación se realiza *in limine negotii*, es decir, que el crédito de la sociedad —que, según hemos señalado, nacerá, por regla general, en el momento mismo de la adopción del acuerdo de aumento— se constituye y extingue simultáneamente<sup>702</sup>.

5. Las consideraciones efectuadas en relación con la práctica de las ampliaciones del capital por compensación de créditos permiten concluir, en fin, que el alcance práctico de la aplicación de norma sobre suscripción incompleta del aumento del capital establecida en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas se reduce respecto en esta clase de aumento del capital, por la sencilla razón de que dichos aumentos excluyen, por su propia naturaleza, la posibilidad de que se produzca el supuesto de hecho regulado en la norma.

Conviene advertir, sin embargo, que amparada en el amplio margen de libertad que la Ley deja a la sociedad en cuanto a los aspectos materiales mediante los que llevar a cabo la ampliación del capital por compensación de créditos, no es descartable en absoluto que la celebración de dichas negociaciones entre los acreedores y los administradores de la sociedad en la fase previa a la adopción del acuerdo de aumento no dé lugar a la existencia de una declaración negocial vinculante para el acreedor o acreedores implicados, sino que, de manera similar a los tratos preliminares en el ámbito contractual, su única función sea la preparación del futuro negocio de suscripción que habrá de concluirse entre la sociedad y el acreedor después del acuerdo de aumento y la consiguiente emisión

---

compensación— no permite afirmar de forma rigurosa que el crédito se *aporta*, es decir, que es objeto de un *acto de aportación* por parte del acreedor. Y ello a pesar de que la Ley pueda calificar el supuesto de la compensación de los créditos en sede de aumento del capital como "aportación de créditos contra la sociedad" y al titular del crédito a compensar como "aportante" (*vid.* arts. 73.2 y 74.2 LSRL, respectivamente), porque, parafraseando a lo que ya señaló el Profesor IGLESIAS PRADA, "en sus opciones definitivas el legislador no vincula necesariamente al intérprete" ("sobre el aumento del capital", *cit.*, p. 212). Puesto que el importe de los créditos que se aportan figura ya en el pasivo del balance, el *deseMBOLSO* del aumento exigirá simplemente el consentimiento del titular del crédito afectado, pudiéndose decir —si se quiere— que el *acto de aportación* consiste aquí simplemente en el traspaso del importe correspondiente al crédito que se compensa desde la cuenta correspondiente en la partida de pasivo exigible a la cuenta de capital social en la partida de fondos propios, de modo muy similar a la forma de proceder en los aumentos con cargo a reservas.

<sup>702</sup> Así, especialmente, IGLESIAS PRADA, "Sobre el aumento del capital", *cit.*, p. 213; GALÁN LÓPEZ, "El aumento del capital", *cit.*, p. 442.

de las acciones. Así habrá de interpretarse el contenido de tales conversaciones previas cuando la Junta general en el propio acuerdo de aumento haya establecido expresamente la apertura de un determinado plazo para que el acreedor o acreedores suscriban las acciones que les correspondan (o haya postergado expresamente la fijación de este plazo a la decisión de los administradores), o incluso cuando los acreedores son convocados a asistir a la misma Junta que va a decidir la ampliación de capital a los efectos de emitir en dicha sede su declaración de voluntad de adquirir las acciones y de que se extinga su crédito por compensación con la deuda de aportación. En estas circunstancias, y puesto que dichas conversaciones previas no comportan por sí mismas obligación alguna en orden a la emisión futura del consentimiento negocial al que se refieren, los sujetos que participan en las mismas conservan la facultad de retirarse hasta el momento de la conclusión del contrato, negándose a suscribir las acciones emitidas<sup>703</sup>. Vistas las cosas desde esta perspectiva, no resulta difícil determinar las consecuencias aparejadas a la falta de emisión de la declaración de suscripción por parte del acreedor: la sociedad no dispondrá de acción para exigir al acreedor que efectúe dicha suscripción, generando, todo lo más, la obligación de aquél de indemnizar los daños y perjuicios causados a la sociedad en función de la confianza depositada en la conclusión de la operación de aumento conforme a lo previsto si la negativa del acreedor a suscribir los títulos emitidos a su favor resulta injustificada<sup>704</sup>. Desde la óptica de la operación de aumento, la ampliación no habrá sido suscrita por completo, verificándose el supuesto de hecho regulado en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas<sup>705</sup>.

---

<sup>703</sup> Así, referido a los tratos preliminares en el ámbito de la contratación, GARCÍA RUBIO, *La responsabilidad precontractual*, cit., p. 130; vid., también, LACRUZ BERDEJO, *Elementos de Derecho Civil*, II, vol 1º, cit., p. 399.

<sup>704</sup> Como ya hemos indicado, la ruptura injustificada de tratos preliminares es catalogada por la doctrina civilista como uno de los supuestos generadores de responsabilidad precontractual, que, al margen de la discusión sobre su naturaleza contractual o extracontractual, da lugar a la indemnización de los daños y perjuicios causados (vid., sobre el tema, GARCÍA RUBIO, *La responsabilidad precontractual*, cit., en especial, p. 130 y ss.; MANZANARES, "La responsabilidad precontractual en la hipótesis de ruptura injustificada de las negociaciones preliminares", cit., p. 716 y ss.). Para que esta ruptura de las negociaciones previas pueda dar lugar a responsabilidad, es preciso, aparte de la existencia de un daño cuantificable y la relación de causalidad del daño generado con la ruptura de los tratos, que haya podido resultar fundada la confianza de una de las partes en que el contrato que se negocia será finalmente concluido y que la ruptura tenga carácter injustificado (vid., Díez-PICAZO, *Fundamentos*, I, cit., p. 278; sobre el carácter injustificado de la ruptura, especialmente, MANZANARES, "La responsabilidad precontractual en la hipótesis de ruptura injustificada de las negociaciones preliminares", cit., p. 688 y ss.). En el supuesto que contemplamos, ante la negativa del acreedor a consentir el canje de su crédito por acciones una vez acordada la ampliación, no será difícil apreciar la existencia de aquella cofianza razonable de la sociedad en la suscripción de las acciones emitidas en favor de cada acreedor, puesto que de lo contrario no hubiera sido puesto en marcha un mecanismo que exige la realización de unos gastos de cierta importancia como es la convocatoria y celebración de la Junta general encargada de adoptar el acuerdo de aumento del capital.

<sup>705</sup> Ya ha sido dicho que, a nuestro juicio, el hecho de que los acreedores hayan sido convocados a asistir a la Junta que va a acordar el aumento evidencia que en la fase previa no fue emitida una declaración jurídicamente vinculante para aquéllos respecto de su participación en el futuro aumento del capital. No obstante, cuando el acuerdo de aumento del capital por

### 3.2. El aumento del capital social con cargo a aportaciones no dinerarias

1. Según hemos indicado, de forma muy similar a lo que acontece en el aumento por compensación de créditos, cuando el contravalor del aumento consiste en aportaciones no dinerarias, la ampliación del capital va precedida de unas negociaciones previas entre la sociedad y los titulares de los concretos bienes a aportar. La propia Ley parece aquí partir de este hecho, en cuanto que exige que el preceptivo informe de los administradores describa *con detalle* las aportaciones proyectadas y las personas que habrán de efectuarlas (art. 155.1 LSA)<sup>706</sup>.

---

compensación de créditos se adopta en una Junta general a la que asisten los acreedores no es factible que se produzca en sentido estricto un fenómeno de suscripción incompleta. Si sólo existe un acreedor implicado en la operación o si existiendo varios ninguno de ellos accede en sede de la Junta a cumplir con lo previsto en los tratos previos, lo lógico será que la propia Junta general desista entonces de acordar la ampliación. Si existiendo una pluralidad de acreedores unos aceptan el canje de sus créditos por las acciones en los términos preestablecidos y otros no, la Junta podrá optar entre desistir de acordar el aumento o seguir adelante con la operación. En este último caso, puesto que la Junta general —salvo en un margen ligeramente superior o inferior— no puede modificar la cifra de aumento que debe constar necesariamente en la preceptiva propuesta de aumento (la propuesta de aumento formulada generalmente por los administradores constituye un límite a la soberanía de la Junta que sólo podrá modificarla ligeramente en aspectos que no afecten sustancialmente a su contenido, *vid.*, así, ROJO, “El acuerdo de aumento”, *cit.*, p. 2356 y ss., quien propone, además, generalizar el límite del 10% de la cifra que figura en la propuesta como criterio de admisión de acuerdos de aumento que en este punto no coincidan con la propuesta), para salvar la eficacia del acuerdo será necesario que en el mismo se haga constar expresamente que el aumento es eficaz por la parte que efectivamente resulte suscrita, lo que parece posible incluso a pesar de que la “cláusula de aumento incompleto” falte en la propuesta de aumento (*vid.*, ROJO, “El acuerdo de aumento”, *cit.*, p. 2354, nota 39, quien sostiene que la Junta general, a la hora de adoptar el acuerdo de aumento, está habilitada para incorporar algún elemento accidental respecto de alguna propuesta que ya contiene todos los elementos esenciales, citando, precisamente, como ejemplo la previsión de suscripción incompleta aunque tal previsión no existiera en la propuesta).

<sup>706</sup> Aunque esta clase de contravalor del aumento exige *normalmente* la celebración de tales acuerdos previos, existe alguna excepción a esta regla: así, cuando el aumento del capital tenga por objeto la emisión de nuevas acciones para satisfacer las demandas de canje de los socios de la sociedad afectada por el lanzamiento de una OPA cuya contraprestación consiste en acciones a emitir por la oferente (art. 10.5 R.D. 1197/1991, de 26 de julio), la operación de aumento sólo se verá precedida de acuerdos con algunos aceptantes de la oferta en caso de OPA no hostil, a pesar de que el contravalor del aumento —las acciones de la sociedad afectada— es calificable como aportación no dineraria (así, ROJO, “El acuerdo de aumento”, *cit.*, p. 2352, nota 34). No obstante, la inexistencia de pactos previos con los aportantes no incrementa en este concreto caso el riesgo de la ineficacia del aumento por falta de íntegra suscripción (al respecto, *vid. infra* Capítulo 5º, IV, 1.). Por otro lado, el grado de detalle en la descripción de los aportantes no exige en todo caso la identificación nominal de los mismos, sino que bastará en ocasiones con una mera identificación

La semejanza que presentan ambas clases de aumento del capital en el aspecto procedimental y, en particular, en relación con aquella fase previa hace que sean trasladables al aumento con cargo a aportaciones no dinerarias muchas de las consideraciones ya realizadas en el marco del aumento por compensación de créditos. Así, puede decirse ahora también que las negociaciones previas pueden desembocar en la conclusión de un precontrato de suscripción o de un contrato de suscripción sobre las futuras acciones a emitir entre la sociedad y cada uno de los titulares de los bienes a aportar, en cuyo caso, la posibilidad de ejecución forzosa específica en caso de falta de cumplimiento voluntario de las obligaciones surgidas de las declaraciones de voluntad ya prestadas por aquéllos mismos dejaría reducido de manera explícita el riesgo del fracaso del aumento por falta de íntegra suscripción.

2. Ahora bien, puesto que las negociaciones previas entre el aportante y la sociedad no tienen porqué plasmarse de manera explícita en estas concretas figuras jurídicas, es preciso determinar si en los casos en los que no pueda deducirse la presencia de las mismas puede tener lugar en esta clase de aumento el supuesto de hecho de la suscripción incompleta regulado en el artículo 161 Ley de Sociedades Anónimas.

Con carácter general también es posible sostener al respecto que las negociaciones previas al acuerdo de aumento concluyen de manera implícita —salvo que otra pueda claramente deducirse— con un compromiso firme de aportación por parte del titular del bien, compromiso que debe hacerse efectivo después de que la sociedad haya procedido a aumentar el capital y a emitir las correspondientes acciones conforme a lo pactado. Por un lado, porque resulta fuera de toda lógica que los administradores pongan en marcha el mecanismo de convocatoria y celebración de la Junta general encargada de acordar el aumento y encarguen el preceptivo informe del experto independiente (*vid.* art. 38.1º y 2º LSA) si no es porque actúan ya sobre la base de un consentimiento jurídicamente

---

genérica, como, de nuevo, ocurrirá en los casos en que las nuevas acciones estén dirigidas a los

vinculante para el titular del bien a entregarlo a la sociedad a cambio de la adjudicación de un determinado número de acciones. Por otro lado, esta opinión puede encontrar también su fundamento en el propio tenor del precepto que regula específicamente esta clase de aumento del capital. Como se sabe, la Ley exige que el informe de los administradores que se debe presentar al tiempo de la convocatoria de la Junta designe las personas que hayan de efectuar las aportaciones proyectadas y el número y valor nominal de las acciones que hayan de entregarse (art. 155.1 LSA). Pues bien, el hecho de que el precepto utilice la expresión “*hayan de efectuar las aportaciones*” y no otra expresión alternativa (v. gr.: las personas *titulares de los bienes* o las personas que *habrán de suscribir* las nuevas acciones), y, a su vez, que dicho precepto emplee la expresión “*acciones que hayan de entregarse*”, parece indicar que la adopción del acuerdo de aumento se basa en la existencia de una intención firme del titular del bien a cederlo a la sociedad en concepto de aportación a cambio de la entrega de nuevas acciones después de que la sociedad acuerde el aumento del capital. De este modo, podría llegar a afirmarse que la adopción del acuerdo por la Junta general constituye la *aceptación a una propuesta negocial firme* que perfecciona desde entonces el negocio de suscripción a falta, sólo, del efectivo acto de aportación del bien por parte de su titular<sup>707</sup>. Si esto es así, la ejecución del aumento se simplifica notablemente, puesto que los administradores, una vez adoptado el acuerdo únicamente deben ya fijar el tiempo y modo en que la aportación ha de ser efectuada, quedando obligados a entregar a los aportantes —en rigor, a

---

accionistas de la sociedad destinataria de la OPA.

<sup>707</sup> El precedente legislativo del precepto vigente se mostraba aún más claro en este sentido. Así, el artículo 90 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951 establecía que el acuerdo de aumento con cargo a aportaciones no dinerarias debía determinar “el número de acciones que han de entregarse” (al aportante) “y las garantías adoptadas para la *ejecución del compromiso*” (nuestra la cursiva). La doctrina interpretó este precepto en el sentido de que el legislador había advertido la especialidad de esta clase de aumentos del capital, que reside en el hecho de exige de unos acuerdos previos con las personas que pueden realizar las aportaciones asumiendo éstas el compromiso de entregarlas a la sociedad (SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, cit., p. 307, para quién el precepto “nos advierte, sin lugar a dudas, de la existencia de esos acuerdos previos de los que nacen obligaciones recíprocas, manifestando al propio tiempo que a nuestro legislador tampoco se le ha escapado la función específica de esa operación ni la existencia de compromisos preliminares con particulares o grupos financieros”).

adjudicar— las nuevas acciones desde el momento mismo en que la aportación se realice<sup>708</sup>.

3. Ahora bien, frente a los aumentos del capital por compensación de créditos —en los que, según expusimos, no existía en rigor un verdadero acto de aportación o desembolso por parte de los acreedores, quedando cubierta la ampliación, como regla general, en el mismo momento de la adopción del acuerdo mediante la capitalización de los créditos que ya figuran en el balance, de manera muy similar a lo que acontece en los aumentos con cargo a reservas o beneficios sociales—, precisamente, el hecho de que en las ampliaciones con cargo a aportaciones no dinerarias sea necesaria la realización de un auténtico acto de aportación por parte de los titulares de los bienes, plantea algún problema específico que no se presenta en los aumentos por compensación de créditos.

Este problema surge en los casos en que, acordado el aumento, se presentan dificultades para la efectiva realización de la aportación por parte de alguna de las

---

<sup>708</sup> En realidad, la cuestión fundamental es saber si de los tratos llevados a cabo entre el titular del bien y los administradores de la sociedad ha surgido por parte del primero una verdadera intención de obligarse de modo definitivo, que no constituye una mera declaración preliminar o preparatoria del contrato ni tampoco una simple invitación a que la sociedad —a través de la emisión de las nuevas acciones— formule la oferta definitiva, lo que en muchas ocasiones exigirá una delicada labor de interpretación en función del contexto en el que se ha emitido la declaración, su contenido y la propia intención de las partes. Según DÍEZ-PICAZO (*Fundamentos*, I, p. 281) "para que exista verdadera oferta es preciso que la comunicación revista la característica de ser una declaración de voluntad, emitida con una seria intención de obligarse de modo definitivo, que contenga todos los elementos necesarios para la existencia del contrato proyectado, y que esté destinada a integrarse en el contrato, de manera que, una vez que en su caso recaiga la aceptación, no habra necesidad de que el oferente lleve a cabo ninguna nueva manifestación". Así, "si la aceptación recae, el oferente quedará contractualmente vinculado, al igual que el aceptante, y el contrato perfecto, sin necesidad de ningún otro acto o requisito". Ciertamente es que la traslación de los esquemas típicos de los contratos bilaterales al ámbito del Derecho de sociedades no resulta carente de dificultades y debe realizarse con debido cuidado para no desconocer principios o reglas inderogables de las instituciones societarias. Con todo, con las necesarias matizaciones, no existen dificultades insalvables para integrar en ese esquema básico de la formación de los contratos bilaterales el supuesto que tratamos. Así, partiendo de esos tratos previos entre el titular del bien y los representantes de la sociedad, la preceptiva propuesta de aumento (art. 145 LSA) y el informe de los administradores (art. 155.1 LSA) —en cuanto que contienen los elementos esenciales del negocio (identificación del bien, de su titular, número y valor nominal de las acciones que le atribuirán a cambio)— constituyen por exigencia del Derecho societario la única forma de dirigir la declaración de voluntad emitida por el titular de la cosa tras aquella fase preliminar al único órgano social competente para aceptarla —la Junta general—, aceptación que, también por exigencias de las normas societarias debe adoptar la forma de acuerdo de aumento del capital en los términos señalados por la propuesta.

personas implicadas en la operación. En efecto, no hay que olvidar que tratándose de bienes *in natura* puede suceder que el titular de la cosa objeto de la aportación, a pesar de estar obligado a la entrega, se niegue después a efectuar dicha entrega, o bien que la cosa no pueda ser ya entregada a la sociedad por haber acaecido algún hecho obstativo que de modo absoluto y definitivo impida el cumplimiento (v. gr.: pérdida de la cosa o haber pasado ésta a la titularidad de un tercero con mejor derecho). Ciertamente es precisamente con la intención de evitar tal peligro y salvaguardar la efectividad del aumento, la Ley obliga a los administradores a adoptar garantías adecuadas en función de la naturaleza de los bienes a aportar (cfr. art. 155 LSA y art. 74.3 LSRL)<sup>709</sup>. Pero estas garantías pueden de hecho no haberse adoptado o haber resultado insuficientes para garantizar la efectividad de la aportación<sup>710</sup>. En tales circunstancias, si la aportación proyectada no puede llevarse a cabo después de acordado el aumento, la cifra de la ampliación del capital acordada quedaría cuantitativamente incompleta en la medida correspondiente al valor del bien, llegándose por esta vía a un resultado similar al que se deriva del supuesto de suscripción incompleta del aumento regulado en el citado artículo 161<sup>711</sup>.

---

<sup>709</sup> El artículo 155 no aclara cuál es la finalidad de tales garantías, pero éstas no pueden ir dirigidas sino a asegurar que la aportación será efectivamente realizada en los términos previstos una vez acordado el aumento del capital (así, por ejemplo, RUBIO VICENTE, *La aportación de empresa*, cit., p. 356). El precedente legislativo de este precepto (art. 90 LSA de 1951) era más claro en este sentido, al establecer que el acuerdo de aumento debía determinar las garantías adoptadas para la *ejecución del compromiso de aportación*. Y esta misma interpretación es la que se deduce del tenor del artículo 74.3 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada, que obliga a incluir en el informe que los administradores han de poner a disposición de la Junta general que ha de decidir el aumento del capital la información acerca de las garantías que se hayan adoptado "*para la efectividad del aumento, según la naturaleza de los bienes en que la aportación consista*" (nuestra la cursiva).

<sup>710</sup> La Ley deja libertad a los administradores a la hora de elegir el tipo concreto de garantía, que, en consecuencia, no tiene porqué ser de carácter real. Este amplio margen de libertad permite aventurar la posibilidad de que no se adopten garantías en algún caso concreto dependiendo de las circunstancias, habida cuenta de que las mismas no se exigen en la fase de constitución de la sociedad (así, últimamente, RUBIO VICENTE, *La aportación de empresa*, cit., p. 356-357, con citas bibliográficas). No obstante, la omisión de garantías o la adopción de garantías insuficientes puede ser causa de la responsabilidad de los administradores por daños a la sociedad siempre que se aprecie dolo o negligencia en su actuación.

<sup>711</sup> Si la falta de aportación se debe únicamente a un incumplimiento voluntario, sobre la base de la existencia de una obligación jurídica de entrega, la sociedad —atendidas las circunstancias— podrá optar, bien por exigir al titular dicha entrega, o bien por resolver la obligación, reclamando en cualquier caso la oportuna indemnización por los daños y perjuicios causados. Pensando en que la

3. A nuestro modo de ver, esta similitud de resultados no debe conducir de manera inexorable a la resolución del problema de la falta de ejecución de la aportación comprometida mediante la simple aplicación de la norma sobre suscripción incompleta del aumento. La razón principal reside en que, por lo general, el supuesto ahora planteado trasciende del regulado en dicha norma para situarse en el plano de la teoría general de las aportaciones sociales, donde —con independencia de las ulteriores consecuencias que este hecho pueda tener a efectos de la cobertura patrimonial del aumento del capital— debe buscarse la solución. Ciertamente es que la norma sobre *aumento incompleto* presente en la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada dicta, para el caso de que la consecuencia sea la ineficacia del aumento, una regla especial en cuanto a la forma de proceder a la restitución de las aportaciones realizadas *cuando éstas sean dinerarias* (art. 77 *in fine* LSRL), de lo que puede deducirse que la propia norma incluye implícitamente dentro de su ámbito de aplicación a los *aumentos incompletos* tanto si se han desembolsado con cargo a aportaciones dinerarias como con cargo a aportaciones no dinerarias. Ahora bien, este argumento no es en sí mismo concluyente para predicar la misma solución respecto de la sociedad anónima, desde el momento en que, como es sabido (y a diferencia de lo prescrito por el artículo 161 de la Ley de anónimas), el referido artículo 77 hace coincidir el supuesto de hecho normativo del aumento incompleto con el aumento del capital *no desembolsado* en la totalidad de la cifra acordada, siendo indiferente, por tanto, que la falta de cobertura de la ampliación del capital se produzca por falta de

---

obtención del bien por vía judicial puede llevar mucho tiempo (sin que mientras tanto pueda finalizar la ejecución del aumento y solicitarse su inscripción en el Registro Mercantil), es probable que la sociedad opte por la resolución de la obligación con la reclamación de daños y perjuicios de corresponda, de modo que el aumento quedará definitivamente incompleto sin que debido a las especiales características de esta clase de ampliación la sociedad pueda disponer de las acciones "sobrantes" en favor de otras personas (*vid. infra* Capítulo 6º, II, 3.). Lo mismo cabe decir de los casos en que la falta de aportación se deba a la pérdida —legal o física— de la cosa. Perdida la cosa a riesgo del aportante, el carácter infungible del bien haría imposible ya cualquier otra clase de cumplimiento, con la consecuente rescisión del negocio que dio origen a la obligación de entrega. Tratándose de aportaciones no dinerarias, la transmisión del riesgo de pérdida o deterioro del objeto de la aportación se rige por las normas del Código de Comercio en materia de compraventa mercantil (art. 39.1 LSA). Esto significa que nacida ya la obligación de entrega a cargo del titular del bien pero antes de su entrega o puesta a disposición de la sociedad, el riesgo de pérdida recae sobre el aportante (*cfr.* arts. 331 y 333 C. de C.). La pérdida de la cosa dará lugar a la extinción de la obligación (art. 1182 C.c.) y a la rescisión del negocio que la originó (*vid.* art. 331 y 335 C. de C.).



suficientes declaraciones de asunción de las nuevas participaciones creadas o que aquélla sea consecuencia del incumplimiento —voluntario o involuntario— de compromisos de desembolso/aportación previamente asumidos.

En consecuencia, al menos en la sociedad anónima, el supuesto de la falta de realización de las aportaciones no dinerarias ya comprometidas una vez que la sociedad ha acordado el aumento del capital y la correspondiente emisión de las acciones destinadas a los titulares de aquellos bienes, se aleja del problema de la *falta de la íntegra suscripción* del aumento del capital (que el es que, en rigor, suscita la aplicación de la disciplina contenida en el artículo 161) y se sitúa en el terreno de los problemas relativos a la falta de realización de las aportaciones sociales ya comprometidas. El supuesto cuestionado se integra, de este modo, en entre el conjunto de casos que dan lugar a los denominados "aumentos incompletos sobrevenidos", respecto de los que, como se verá, no se justifica por lo general la aplicación de la norma sobre la suscripción incompleta del aumento<sup>712</sup>.

Con todo, de la misma manera —de nuevo— a lo señalado con relación al aumento por compensación de créditos, bajo el respeto a las normas imperativas que la Ley establece por razón de la naturaleza de la aportación, la sociedad es también aquí libre para configurar procedimentalmente la ejecución de la operación, de modo que podrá fijar la apertura de un determinado plazo posterior a la adopción del acuerdo de aumento para que los titulares de las aportaciones *in natura* procedan a suscribir las nuevas acciones destinadas a cada uno de ellos y a efectuar la aportación de los bienes de que se trate. En tales casos, podría llegar a entenderse que de aquellos tratos anteriores al acuerdo de aumento no surgió un auténtico consentimiento negocial con arreglo al cuál poder obligar al sujeto implicado a a aportar a la sociedad el bien una vez acordado el aumento del capital, sino que, aquellos tratos sólo estuvieron dirigidos a pactar con el titular del bien las condiciones en las que se realizaría su incorporación a la sociedad, y, conforme a ellas, sentar las bases de la propuesta de aumento que los

---

<sup>712</sup> Vid. *infra* en relación con estos aumentos incompletos sobrevenidos, Capítulo 6º *in totum*.

administradores han de presentar a la Junta. Si las cosas suceden de este modo, es claro que la suscripción —de manera análoga a lo que en general acontece cuando el aumento se realiza con cargo a aportaciones dinerarias— constituirá para aquellos sujetos un acto totalmente voluntario. De este modo, en la hipótesis de que alguno de ellos decida finalmente no suscribir las acciones a él destinadas, la consecuencia será inevitablemente el acaecimiento del supuesto de hecho de la falta de íntegra suscripción regulado en el citado artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas.

Aún así no puede dejar de indicarse que la *ratio* que preside la norma sobre la suscripción incompleta del aumento en la sociedad anónima induce a pensar que la solución prevista en la misma no resulta adecuada para afrontar situaciones en las que no se dan las circunstancias que, muy probablemente, inspiraron la elección de dicha solución normativa heredera del artículo 28 de la Segunda Directiva. A nuestro juicio, supuesto el *favor legislatoris* a la correlación entre forma y tipo social consecuencia del elevado grado de *germanización* presente, sobre todo, en las primeras Directivas comunitarias en materia de sociedades (sociedad anónima como forma social destinada a las grandes empresas de carácter abierto que recurren a los mercados de capitales para obtener financiación), la solución normativa prevista en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas adquiere su principal sentido y fundamento como solución protectora de los suscriptores-inversores, habida cuenta del carácter público que con mucha frecuencia revisten las emisiones de acciones de las grandes sociedades abiertas. En consecuencia, la norma sobre suscripción incompleta en la sociedad anónima pierde gran parte de su razón de ser cuando las emisiones de acciones procedentes de aumentos de capital no se desarrollan en aquellas circunstancias, sino entre un conjunto de destinatarios concreto y restringido con los que muchas veces se habrá pactado previamente su participación en el aumento del capital. En la medida en que en la operación de aumento no estén implicados los intereses del público inversor (o, al menos, los intereses del conjunto de accionistas en calidad de suscriptores), quizá, frente a la solución prevista en el artículo 161 pueda arbitrarse una solución alternativa basada en un mayor grado de flexibilidad y un mayor margen para el ejercicio de la autonomía privada. Esta flexibilidad podría ser alcanzada admitiendo la legitimidad de decisiones adoptadas tras la verificación de la incompleta cobertura del aumento favorables a la conservación de la eficacia del aumento en la parte del mismo que goce de cobertura.

#### **4. El aumento del capital a desembolsar con cargo a aportaciones dinerarias**

El examen de las diversas clases de aumento del capital social que se ha realizado en las páginas precedentes conduce a concluir forzosamente que es el

aumento con emisión de nuevas acciones con cargo a nuevas aportaciones de naturaleza dineraria el tipo o clase de aumento que constituye el *ámbito típico de aplicación* de la norma que regula la suscripción incompleta<sup>713</sup>. Esta conclusión, por evidente, no precisa de mayor detenimiento. En efecto, dejando de lado los supuestos en que la suscripción del aumento se encuentra asegurada con carácter previo a la adopción del acuerdo, la recíproca autonomía entre voto y suscripción no permite conocer en ese momento el número exacto de suscripciones que tendrán lugar cuando el acuerdo comience a ejecutarse. La cobertura patrimonial de esta clase de aumento del capital sólo puede realizarse mediante el instrumento jurídico de la suscripción de las nuevas acciones emitidas por sujetos con capacidad para obligarse, que, de este modo, adquieren frente a la sociedad el compromiso firme de desembolsar su valor. De este modo, la falta de suscripción del total de las acciones emitidas una vez finalizado el plazo o plazos de suscripción establecidos da lugar a la existencia de acciones, no ya sólo formal, sino también materialmente vacantes, es decir, acciones respecto de las cuales la sociedad no dispone de mecanismo que le permita exigir su desembolso, de manera que el valor de dichas acciones no podrá computarse a efectos de la nueva fracción de capital social. Esta circunstancia determina la falta de coincidencia entre la cifra por la que se acordó el aumento y la cifra que efectivamente puede ser llevada a los estatutos sociales y a la cuenta correspondiente del balance, integrando, así, el supuesto de hecho del aumento incompleto previsto en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas.

---

<sup>713</sup> CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", *cit.*, p. 750; MACHADO PLAZAS, "Comentario a los artículos 161 y 162", *cit.*, p. 1708.

#### IV. LA CUESTIÓN DE LA APLICACIÓN DE LA NORMA SOBRE SUSCRIPCIÓN INCOMPLETA A DETERMINADOS SUPUESTOS ESPECIALES DE AUMENTO DEL CAPITAL

##### 1. El aumento del capital al servicio de una oferta pública de adquisición de acciones cuya contraprestación consiste en valores a emitir

1. Una categoría especial de aumento del capital con cargo a aportaciones no dinerarias es el aumento que la sociedad oferente debe acordar al objeto de satisfacer las demandas de canje de los aceptantes de una oferta pública de adquisición de valores (OPA) en los casos en que la contraprestación de la misma consiste en valores a emitir. Como es sabido, el vigente Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores, ha venido a dar carta de naturaleza a esta figura (art. 10), zanjando, así, las discusiones que se habían suscitado en distintos foros, motivadas por el silencio que mantenían tanto el Real Decreto 1848/1980, de 19 de septiembre, como el Real Decreto 279/1984, de 25 de enero, sobre la admisibilidad de esta clase de contraprestación de la oferta pública de adquisición<sup>714</sup>. En efecto, dejando

---

<sup>714</sup> Es de rigor recordar que aunque la doctrina no había permanecido antes ajena a la cuestión (vid., principalmente, J. ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, *La oferta pública de adquisición (O.P.A.)*, Madrid, 1980, en especial, p. 243 ss.), el tema de la licitud de una oferta pública de adquisición de acciones cuya contraprestación consistiese en valores todavía no emitidos adquirió notable trascendencia a raíz del lanzamiento de una OPA de tales características en el año 1987 por parte del entonces Banco de Bilbao sobre el Banco Español de Crédito (la contraprestación tenía un carácter mixto: en concreto, el Banco de Bilbao ofreció, por cada 10 acciones de Banesto, la cantidad en metálico de 15.000 pesetas, una acción ordinaria ya emitida de 500 pesetas de valor nominal y seis acciones de la misma clase y nominal todavía a emitir, originándose las dudas con respecto a la licitud de esta última posibilidad de contraprestación). Mientras que las Juntas Sindicales de las Bolsas de Comercio —órganos en aquel momento competentes para la autorización de estas operaciones de adquisición de valores— resolvieron mayoritariamente en contra de su admisión (así, las Juntas Sindicales de la Bolsa de Madrid, Barcelona y Valencia, con la excepción de la Junta de la Bolsa de Bilbao que optó por defender su licitud; vid. los respectivos informes en VV.AA., *La OPA del Banco de Bilbao. Documentos y dictámenes jurídicos*, Madrid, 1987), la doctrina, salvo alguna opinión contraria (J. ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, "La oferta pública de adquisición. Génesis, alcance, contenido y problemas en la normativa vigente", *Papeles de Economía Española*, nº 36, 1988, p. 113 ss.; y, por lo que parece, también F. LÓPEZ ANTÓN, "Ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios", *RDM*, 1985, p. 212), se mostró en general favorable a la misma (así, vid. los dictámenes emitidos en su día y publicados en VV.AA., *La OPA del Banco de Bilbao (cit.)* por A. ROJO, "Dictamen sobre oferta pública de adquisición de acciones", p. 135 y ss.; OTERO LASTRES, "Dictamen sobre la validez de una OPA bancaria", *cit.*, p. 163 y ss.; F. SÁNCHEZ CALERO, "La admisibilidad de unas ofertas públicas de adquisición de acciones", p. 81 y ss.; M<sup>a</sup> T. DE GISPERT PASTOR, "Acerca de la validez jurídica de una oferta pública de adquisición de valores mobiliarios mediante el canje de

de lado otro tipo de condicionamientos (*v.gr.*: en relación con la asunción del compromiso por la sociedad oferente de solicitar la admisión a cotización en Bolsa de los nuevos valores que se ofrecen en contraprestación en el plazo de tres meses —*vid.* art. 10.4 R.D. 1197/1991—), cuando la contraprestación de la OPA consiste total o parcialmente en valores a emitir, la Ley exige que simultáneamente a la adopción del acuerdo de formular la oferta, el órgano de administración acuerde la convocatoria de la Junta general que habrá de decidir acerca de la emisión de los valores ofrecidos en contraprestación (art. 10.5), exigencia que constituye, a la postre, una condición *sine qua non* de la presentación misma de la OPA<sup>715</sup>. La emisión de los valores ofrecidos en canje no es, pues, sino el resultado directo del aumento del capital acordado a tal fin por la Junta general de la sociedad oferente (art. 10.5 párrafo 1º, 3º y 4º, en relación con art. 10.6, art. 11.4 y art. 24.1 b) R.D. 1197/1991)<sup>716</sup>.

---

títulos aún no emitidos por la sociedad oferente en el momento de su presentación ante la Junta Sindical de la Bolsa", p. 201 y ss.; J. Mª GONDRA/ A. SÁNCHEZ ANDRÉS, "La viabilidad jurídica de la OPA formulada por el Banco de Bilbao a los accionistas del Banco Español de Crédito", p. 97 y ss.; también, J. C. SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU, "Sobre la competencia del Consejo para formular una OPA cuya contraprestación consiste en títulos a emitir", *La Ley*, 1988, nº 3, p. 940 y ss.; E. Mª. VALPUESTA GASTAMINZA, "Consideraciones sobre la OPA que ofrece como contraprestación acciones a emitir: ¿supone una condición potestativa?", *RDBB*, nº 31, 1988, p. 597 ss).

<sup>715</sup> J. L. GARCÍA-PITA Y LASTRES, "Comentario al artículo 10", en F. Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAS)*, vol. 1º, Madrid, 1993, p. 316.

<sup>716</sup> El párrafo 1º del artículo 10.5, atribuye la competencia de la emisión de los valores a la Junta general, que es, a su vez, la que ha de decidir sobre la ampliación del capital social. Es decir, el Real Decreto 1197/1991 relaciona la emisión de los valores ofrecidos en contraprestación con un acuerdo de aumento del capital de la sociedad oferente. Los términos en que está redactado el precepto plantean, sin embargo, ciertas dudas interpretativas. Por un lado, el precepto sólo habla de los *valores* ofrecidos en contraprestación pero no precisa la clase o tipo de valores que pueden ser ofrecidos en este caso. Ello lleva a preguntarse si sólo pueden ser ofrecidas acciones a emitir o también otro tipo de valores tales como obligaciones convertibles, warrants u otros. En segundo lugar, y partiendo de una respuesta positiva en relación con esto último, habría que preguntarse si siempre y en todo caso debe ser la Junta general el órgano competente para emitir los valores, o, formulada la cuestión de otra manera, si la emisión de los valores requerirá siempre y en todo caso un aumento del capital social en la medida correspondiente, puesto que en otro caso posiblemente pudiera reconocerse a los administradores competencia para efectuar la emisión sin necesidad de convocatoria de la Junta general. En cuanto a lo primero, la referencia indirecta que hace el precepto a la necesidad de que la Junta general encargada de emitir los valores acuerde la ampliación del capital social lleva a pensar que los valores a ofrecer son precisamente nuevas acciones representativas de la nueva porción en que el capital social de la sociedad oferente ha sido aumentado o, al menos, valores que incorporen un derecho a adquirirlas o suscribirlas (*v. gr.*: obligaciones convertibles o *warrants*). Sin embargo, lo cierto es que en ningún momento el texto reglamentario restringe de manera expresa a las acciones o valores similares el objeto de la contraprestación de esta clase de OPA con permuta, por lo que en principio no habría

Respecto del aumento de capital que debe llevar a cabo la sociedad oferente, el texto reglamentario exige que la convocatoria y la reunión de la Junta general encargada de acordar tal aumento se produzcan antes de que finalice el plazo concedido a los destinatarios de la OPA para que acepten, en su caso, la oferta formulada<sup>717</sup>. Esta imposibilidad jurídica de acordar el aumento del capital *ex post*, esto es, sobre la base cierta del número de aceptaciones realizadas una vez finalizado el plazo establecido al efecto, provoca que la sociedad oferente se mueva en el terreno de incertidumbre en relación con la cuantía exacta por la que debe acordar la ampliación. Por un lado, a fin de poder cumplir el compromiso adquirido con la formulación de la oferta, la cifra del aumento del capital deberá ser suficiente para atender todas las posibles solicitudes de canje que formulen los destinatarios de la oferta, calculando este dato en atención al número máximo de

---

inconveniente en admitir que el objeto de la contraprestación pueda también estar constituido por cualquiera de los valores, títulos o instrumentos que el Real Decreto de OPAs admite como objeto de la oferta, es decir, acciones, derechos de suscripción, obligaciones convertibles, *warrants* o cualesquiera instrumentos similares que puedan dar derecho directa o indirectamente a la suscripción o adquisición de acciones y también por otros valores que lleven incorporado un derecho de contenido patrimonial (v. gr. una obligación simple), siempre y cuando unos y otros sean susceptibles de ser admitidos a negociación en Bolsa de valores (*vid.*, en similar sentido, GARCÍA-PITA, "Comentario al artículo 10", *cit.*, p. 308). En cuanto a lo segundo, la respuesta viene dada implícitamente por el propio texto. Si los valores que se ofrecen en canje son valores que de manera directa o indirecta dan derecho a participar en el capital de la sociedad oferente, incluso si los valores ofrecidos no son estrictamente acciones sino valores que de una u otra forma dan derecho a adquirir acciones nuevas, su emisión debe ir acompañada también de la correspondiente ampliación del capital social en la medida correspondiente para hacer efectivas las eventuales solicitudes de suscripción/conversión o análogas, por lo que su emisión cae bajo el ámbito de competencias exclusivas del órgano soberano. Sin embargo, si los valores objeto de la contraprestación no incorporan un derecho a adquirir acciones de nueva creación o incorporan, por ejemplo, un simple derecho de crédito sobre el patrimonio social, no sería aquí precisa la ampliación del capital (así parece sugerirlo GARCÍA-PITA, "Comentario al artículo 10", *cit.*, p. 313-314; *vid.* también J. AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, "Comentario al artículo 28", en F. Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAS)*, vol. 2º, Madrid, 1993, p. 561, quien afirma que cuando la OPA ofrece un canje por valores propios a emitir "se está, en definitiva, ante un aumento de capital o una emisión de otros valores reservados en exclusiva a los destinatarios de la oferta"), de manera que en relación a la emisión de determinados valores no es descartable de raíz la posible competencia de los propios administradores de la sociedad oferente.

<sup>717</sup> La convocatoria de la Junta general deberá hacerse pública en el mismo plazo establecido para la publicación de la oferta, es decir, en plazo máximo de cinco días hábiles a contar desde la notificación al oferente de la autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (art. 10.5 en relación con art. 18 R.D. 1197/1991). La celebración de la Junta deberá fijarse para el decimoquinto día a partir del día siguiente al de la publicación del anuncio, *ampliándose en todo caso el plazo de aceptación de la oferta* en quince días a partir de la celebración de la Junta general que apruebe el aumento del capital (*cfr.* art. 10.5).

títulos de la sociedad afectada a los que se extienda la oferta y el número y valor de los títulos que constituyen la contraprestación. Por otro, es posible, obviamente, que no lleguen a formularse aceptaciones en cantidad suficiente para absorber en su conjunto el total de los valores emitidos con el aumento del capital, por lo que si esta circunstancia se verifica a la vista del resultado de la OPA la sociedad oferente se encontraría ante un supuesto de hecho análogo al supuesto de hecho típico de suscripción incompleta del aumento previsto en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas.

2. La identidad entre ambos supuestos de hecho (el supuesto de la existencia de acciones sobrantes tras el aumento del capital de la sociedad oferente como consecuencia de un insuficiente grado de aceptación de la OPA, por un lado, y, por otro, el supuesto legal, general y típico de la existencia de acciones sobrantes como consecuencia del insuficiente grado de aceptación de una nueva emisión de acciones fruto de un aumento del capital) no ha pasado desapercibida, sin embargo, a los redactores de la vigente reglamentación en materia de ofertas públicas de adquisición. Ante las negativas consecuencias que podrían derivarse de la necesaria aplicación de la norma sobre suscripción incompleta (ya que si en el acuerdo de aumento no se previó la posible falta de cobertura declarando expresamente la eficacia del mismo en función del resultado definitivo de la OPA el acuerdo de aumento quedaría ineficaz), el legislador ha optado por la solución más favorable a los intereses de ambas partes, sociedad oferente, por un lado, y aceptantes de la oferta, por otro. Así, el Real Decreto 1197/1991, después de exigir que el aumento del capital sea acordado por la cuantía máxima necesaria para dar cumplimiento a la oferta presentada, establece que la sociedad oferente deberá acordar la ampliación "con posibilidad de suscripción incompleta" (*vid.*, art. 10. 5 *in fine*). De este modo, se establece la obligación para la sociedad oferente de incluir en el acuerdo de aumento la *cláusula de eficacia del aumento incompleto* en los términos previstos por el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas. Esta exigencia de *divisibilidad* o *escindibilidad* legalmente impuesta en relación

con los aumentos del capital al servicio de una OPA, asemeja a esta clase de aumento a aquellos otros calificados de "elásticos" o por una cifra máxima<sup>718</sup>.

No obstante lo dicho, existe aún un caso en el que por vía indirecta el aumento puede quedar ineficaz por incompleta cobertura a pesar incluso de haber sido introducida la referida cláusula que otorga eficacia al aumento incompleto. Nos referimos al supuesto en que la sociedad oferente haya condicionado la efectividad de la oferta al hecho de que se alcance una determinada cantidad de aceptaciones. El incumplimiento de la condición —cuya legitimidad viene sancionada expresamente por la regulación vigente (*vid.*, art. 15.II, d) R.D. 1197/1991)— determina la ineficacia de la OPA y, consecuentemente, la ineficacia de las aceptaciones que se hubieren producido, corriendo a cargo del oferente los gastos ocasionados por la aceptación y por la devolución de los documentos acreditativos de la titularidad de los valores que hubieran entregado los aceptantes a las entidades encargadas de recibir las aceptaciones por cuenta del oferente (*cfr.* art. 24.2º y 3º y art. 30.1º). Pues bien, en nuestra opinión, la misma suerte que la oferta de adquisición formulada debe correr la ampliación del capital acordada al servicio de ésta, puesto que la ineficacia sobrevenida de la oferta de adquisición por el motivo expuesto hace imposible ya la cobertura del aumento, decayendo, además, la causa del mismo.

## 2. El aumento del capital en operaciones de fusión por absorción

---

<sup>718</sup> *Vid. supra* Capítulo 5º, III, 2. El artículo 10.5 *in fine* determina, así, dos de las condiciones intrínsecas que ha de reunir el aumento del capital que haya de acordarse al servicio de la OPA, y que ineludiblemente deben establecerse en la adopción de dicho acuerdo. Ahora bien, la norma no determina qué consecuencias tendrá el hecho de que finalmente en el acuerdo se omita la expresa previsión de que el aumento será eficaz a pesar de no ser suscrito por completo. Dos hipotéticas soluciones cabe entonces manejar. Por un lado, considerar que la aplicación del artículo 161 no podría en este caso soslayarse, lo que equivale a decir que el acuerdo de aumento puede devenir ineficaz si el número de aceptaciones a la OPA formulada no son suficientes para absorber la cuantía de la ampliación (así parece entenderlo, J. M. EMBID IRUJO, "Garantías exigidas al oferente en la nueva regulación de OPAS", en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil. Homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, T. I, Madrid, 1994, p. 704). En el caso de que dicha circunstancia se verificase, desde un punto de vista sustantivo la ineficacia sobrevenida del acuerdo de aumento equivale a la postre a falta de adopción del acuerdo, por lo que podría ser reconducido al supuesto de desistimiento previsto en la letra b) el artículo 24.1 R.D. 1197/1991, no obstante la interpretación restrictiva que el carácter de *numerus clausus* de las causas de desistimiento de la oferta parece imponer. Además, si esta fuera la solución correcta, debería procederse a la ejecución de las eventuales garantías que de conformidad con el artículo 11.4 del R.D. 1197/1991 hayan podido exigirse a los administradores de la sociedad oferente. Por otro lado, como segunda posible solución quizá podría entenderse que en función de los intereses en juego y de la especialidad que reviste la operación de aumento del capital al servicio de una OPA con valores a emitir, la dicción legal del nº 5 *in fine* del artículo 10 suple en este punto la eventual ausencia de la cláusula de aumento incompleto, de tal manera que el aumento será en todo caso eficaz en la medida que representen las aceptaciones recibidas.



Otro de los supuestos peculiares de ampliación del capital social es aquél que tiene lugar en el marco de una operación de fusión por absorción de otra sociedad (o de una parte escindida de ésta) y cuya finalidad es la de hacer posible el canje de acciones de la sociedad absorbida por acciones de la sociedad absorbente cuando ésta no dispone —en absoluto o no en medida suficiente— de acciones propias para destinarlas a los accionistas de aquélla<sup>719</sup>. Esta peculiaridad reside en el hecho de que el aumento del capital cumple una mera función instrumental, que impide que pueda ser considerado de forma autónoma respecto de la operación compleja de fusión en la que se incardina. En otras palabras, el aumento del capital de la sociedad absorbente constituye una consecuencia directa de la operación de fusión<sup>720</sup>. En efecto, si el fin que esta modalidad de fusión persigue es precisamente la incorporación íntegra del patrimonio y de los socios de la sociedad absorbida en el seno del patrimonio y de la base subjetiva la sociedad absorbente, esta última sociedad debe aumentar su capital

---

<sup>719</sup> Además del caso en el que la sociedad absorbente dispone de acciones propias en cantidad suficiente para atribuirles a los socios de la absorbida según la relación de canje que haya sido establecida, la Ley reconoce otro supuesto en el que no procederá (parece que en términos de prohibición) el aumento del capital de la sociedad absorbente: cuando la sociedad absorbida se encuentra íntegramente participada por la absorbente (art. 250.2 LSA). Pero más allá de estos supuestos, la doctrina ha destacado la existencia de otro supuesto ulterior en el que no es preciso elevar el capital social de la absorbente: cuando exista una coincidencia total y absoluta entre los socios y sus respectivas participaciones en la sociedad absorbente y en la sociedad absorbida, dado que en este supuesto “el derecho a recibir un número de acciones proporcional a sus respectivas participaciones se satisface con el proporcional aumento del valor (real) de las acciones de la absorbente” (A. ROJO, “La fusión de sociedades anónimas”, en A. Rojo (dir.), *La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1987, p. 353; cfr. A. SEQUEIRA MARTÍN, “Comentario a los artículos 233-255”, en F. Sánchez Calero (dir.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1993, p. 101; F.J. GARDEAZÁBAL DEL RÍO/T.R. MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, “Problemática que plantean la fusión y el aumento de capital en la sociedad anónima” en V.M. Garrido de Palma (dir.), *Estudios sobre la sociedad anónima*, Madrid, 1991, p. 312 ss. (trabajo también publicado bajo el título “Fusión y aumento de capital en la Sociedad Anónima”, en *AAMN*, T. XXX, vol. 2º, p. 190-263); entre la doctrina extranjera, en relación con la no necesidad de aumentar el capital en determinados supuestos de fusión por absorción, vid. G.B. PORTALE, “Capitale sociale e attribuzione di azioni nella fusione per incorporazione”, *Giur. Comm.*, 1984-I, p. 1031-1039; G. TANTINI, “Operazioni sul capitale o operazioni sulle azioni nella fusione per incorporazione”, *Giur. Comm.*, 1984-II, p. 778-782).

<sup>720</sup> Vid., GARDEAZÁBAL DEL RÍO/MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, “Problemática que plantean la fusión y el aumento de capital en la sociedad anónima”, *cit.*, p.290 y 294; el carácter consecuente y no causal del aumento del capital en las operaciones de fusión por absorción ya fue destacado anteriormente por SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, *cit.*, p. 316 y 319. Esta particular característica permite distinguir el aumento del capital por fusión por absorción de otras ampliaciones de capital que se acuerdan previa o incluso simultáneamente a la fusión, pero que sin llegar a constituir un elemento funcional insertado en el proceso de fusión, pretenden únicamente preparar o facilitar el desarrollo o el buen fin de ésta.

(necesariamente mediante la emisión de nuevas acciones) en medida suficiente para acoger a los socios de sociedad que se extingue, y sin que a raíz de la incorporación a la absorbente, éstos puedan ver menoscabada la posición jurídica y económica que mantenían en la anterior sociedad<sup>721</sup>. En atención, pues, a las peculiares circunstancias que rodean a estas clases de ampliaciones del capital social, se dice que las acciones emitidas a resultas del aumento tienen como destinatarios predeterminados, forzosos y exclusivos a los socios de la sociedad absorbida, habida cuenta de que tales acciones tienen como contraprestación, precisamente, el patrimonio de la sociedad absorbida<sup>722</sup>.

2. De lo expuesto, es posible extraer, al menos, dos consecuencias que impiden que en los aumentos del capital social debidos a operaciones de fusión por absorción pueda tener lugar el supuesto de hecho de la suscripción incompleta regulado en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas:

a) En primer lugar, el aumento del capital se acuerda en una cifra exacta predeterminada en función de la relación de canje que se haya establecido, y que, a su vez, debe necesariamente calcularse en función del valor real de patrimonio de la sociedad absorbida (art. 235 b) LSA)<sup>723</sup>. La necesidad de equivalencia —o, más estrictamente, de equivalencia mínima— entre la cuantía del aumento del capital y el patrimonio de la sociedad puede enmarcarse en el conjunto más amplio de medidas de defensa del capital social y por ello es susceptible de verificación por experto independiente, que debe hacer constar en su informe “si el patrimonio aportado por las sociedades que se extinguen, es igual, por lo menos, al capital de la nueva sociedad, o al aumento del capital de la sociedad absorbente, según los casos” (art. 236.4 *in fine* LSA). Esta insoslayable relación

---

<sup>721</sup> Sobre esta cuestión, *vid.*, por todos, A. PÉREZ TROYA, *La tutela del accionista en la fusión de sociedades*, Madrid, 1998, *in totum*.

<sup>722</sup> Es opinión unánime, así, por todos, SÁNCHEZ ANDRÉS, *La acción*, p. 209; y antes en *El derecho de suscripción*, p. 318 y ss.

<sup>723</sup> En relación con algunas dudas que plantea la norma en este punto, *vid.*, A. PÉREZ TROYA, *La determinación del tipo de canje en la fusión de sociedades*, Madrid-Barcelona, 1998, p. 77 y ss.

entre lo dispuesto en el art. 236.4 y la determinación del tipo de canje (que constituye una limitación de la mayoría a efectos de dicha determinación), implica que la sociedad absorbente no podrá emitir acciones a fin de entregárselas a los socios de la absorbente cuyo valor nominal total sea mayor al del patrimonio de esta última, aunque, naturalmente, sí podrá ser inferior o igual<sup>724</sup>. Esta circunstancia que rodea la determinación de la cifra por la que se acuerda la ampliación elimina el álea de la incompleta cobertura patrimonial del aumento, porque el aumento del capital —en cuanto constituye un elemento estructural del proceso de fusión— es el resultado de la transmisión global del patrimonio de la sociedad absorbida a la sociedad absorbente. De esta manera, de forma análoga a lo que ocurre en los aumentos con cargo a reservas, puede también aquí afirmarse que este particular supuesto de aumento del capital goza anticipadamente de cobertura. Las nuevas acciones emitidas no precisan de una aportación social que sirva de contravalor —y que debería ser efectuada por las personas que vayan a adquirirlas—, sino que su contraprestación está constituida por la transmisión en bloque del patrimonio de la sociedad absorbida, con la peculiaridad de que serán los socios de ésta los que recibirán dichas acciones.

b) En segundo lugar, y sobre todo, es conveniente destacar el hecho de que en este supuesto especial de aumento del capital no existe suscripción de acciones en el sentido estricto del término. Como se sabe, es éste uno de los supuestos en que el derecho de suscripción de los antiguos accionistas se encuentra excluido *ex lege* (art. 159.4 LSA). Pero de esta exclusión, no puede deducirse que las nuevas acciones son emitidas para ser *suscritas* por los socios de la sociedad absorbida, tal y como ocurre, por ejemplo, cuando la exclusión del derecho de suscripción preferente se efectúa con intención de ofertar las acciones al público en general o a determinado colectivo de sujetos. Las nuevas acciones creadas con motivo de este especial tipo de aumento de capital tienen como destinatarios forzosos a los socios de la sociedad absorbida, pero la adquisición de las acciones por parte de éstos no se efectúa por medio de la suscripción, sino

---

<sup>724</sup> Vid. PÉREZ TROYA, *La determinación del tipo de canje*, p. 96 y ss.

a través de su *asignación directa* por parte de los administradores de la sociedad absorbente en función de la relación de canje previamente establecida. Ello determina que, en rigor, en estos supuestos no puede plantearse el problema de la suscripción incompleta o parcial<sup>725</sup>.

3. No podemos dejar de indicar, sin embargo, que esta conclusión —esto es, la imposibilidad de que en esta clase especial de aumento pueda llegar a tener lugar un supuesto análogo al de la suscripción incompleta regulado por el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas— puede complicarse en la medida en que se tomen en consideración dos circunstancias de distinta naturaleza: por un lado, el hecho de que algunas de las normas reguladoras de la fusión parecen partir de la base de que los accionistas de la sociedad absorbida deben realizar algún tipo de actuación material activa a fin de adquirir las acciones de la sociedad absorbente; por otro, el hecho de que en ocasiones no es posible establecer una relación de canje en base a números enteros, lo que da lugar al conocido problema —ya anunciado en otros lugares de este trabajo— de los picos, restos o *rompus*.

a) En cuanto a lo primero, es preciso tener en cuenta que una de las menciones del Proyecto de fusión es la relativa al “procedimiento por el que serán canjeadas las acciones de las sociedades que hayan de extinguirse” (art. 235 c) LSA). De esta expresión y de la propia utilización del término “canje de acciones” podría, en principio, deducirse que para la atribución de las nuevas acciones emitidas por la sociedad absorbente a cambio de las acciones de la sociedad absorbida, es necesario que los socios de esta última realicen una determinada actuación positiva. Si esto fuera así, y ante la omisión de la actuación requerida por parte de alguno de los destinatarios de las nuevas acciones, podría, en hipótesis, darse el caso de existencia de acciones sobrantes.

---

<sup>725</sup> Así, expresamente, GARDEAZÁBAL DEL RÍO/MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, “Problemática que plantean la fusión y el aumento de capital en la sociedad anónima”, *cit.*, p. 293.

Este problema resulta ser muy similar al que ya se expuso en relación con la *falta de ejercicio* del derecho de asignación gratuita de las nuevas acciones emitidas como consecuencia de un aumento del capital con cargo a reservas o beneficios. Y, una vez más, se impone aquí la necesidad de distinguir con claridad entre lo que es la acción como cuota ideal de participación en la sociedad, por una parte, y, por otra, la acción documentada, o en términos más exactos, la acción representada por medio de un soporte documental (títulos) o informático (anotaciones en cuenta). Atendiendo a esta distinción, no es dudoso que la acción entendida como cuota de abstracta de participación puede ser objeto de atribución o asignación directa a sus destinatarios sin necesidad de una actuación material por parte de éstos. Así puede deducirse, en efecto, del texto de dos preceptos de la Ley de anónimas: por un lado, la letra del artículo 247.1 al establecer que “los socios de las sociedades extinguidas participarán en la sociedad nueva o en la absorbente, *recibiendo* un número de acciones proporcional a sus respectivas participaciones”, y, por otro lado, el tenor del artículo 244.2 *in fine*, que exige que en la escritura pública de fusión se haga constar “el número, clase y serie de las acciones que *hayan de ser entregadas* a cada uno de los nuevos accionistas”<sup>726</sup>.

Partiendo, pues, de la distinción entre la asignación de la acción como cuota ideal y la entrega de la acción representada, cabe diferenciar en relación con dicha entrega dos situaciones dependiendo de la forma de representación de las acciones implicadas. Si las acciones —tanto las de la sociedad absorbida como las de la absorbente— están representadas por medio de anotaciones en cuenta, el canje se formalizará sin intervención de sus titulares, haciéndose público a través de un anuncio en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en uno de los diarios de mayor circulación de la provincia donde la sociedad tenga su

---

<sup>726</sup> No obstante, la condición de socio de la absorbente no se adquiere hasta el momento de la inscripción de la fusión en el Registro Mercantil, al tener dicha inscripción carácter constitutivo (art. 245.1; en este sentido, *vid.*, entre otros, ROJO, “La fusión”, p. 350; J. M. GÓMEZ PORRUÁ, *La fusión de sociedades anónimas en Derecho español y comunitario*, Madrid, 1991, p. 168). Es a partir de ese momento cuando los nuevos socios de la sociedad supérstite tras la fusión adquieren el derecho a exigir de ésta que les sean entregadas las acciones (*rectius*: los títulos representativos de las acciones) a cambio de las que poseían en la sociedad extinguida, lo que prueba el hecho de que antes del canje de los títulos ya han sido asignadas las cuotas de participación que a cada uno corresponden (así, con claridad, SEQUEIRA MARTÍN, “Comentario a los artículos 233-255”, *cit.*, p. 106-107; GÓMEZ PORRUÁ, *La fusión de sociedades anónimas*, *cit.*, p. 167-168).

domicilio<sup>727</sup>. Pero si las acciones están representadas por medio de títulos sí parece necesaria una actuación de los titulares de las acciones a los efectos de realizar el canje material entre los documentos, sobre todo si los títulos son al portador. Los redactores del proyecto de fusión son libres para determinar el procedimiento de canje documental<sup>728</sup>. Centrando la atención en esta cuestión, la doctrina ha planteado el problema del destino de las acciones documentadas no retiradas dentro del plazo que para ello haya sido fijado, puesto que la Ley española —a diferencia de otros Ordenamientos extranjeros<sup>729</sup>— no otorga una solución específica al respecto.

A nuestro modo de ver este problema no difiere demasiado del que ya se expuso en relación con los aumentos del capital mediante emisión de nuevas acciones liberadas con cargo a reservas o beneficios. En esta clase de aumento podía darse el caso de existencia de acciones ya *desembolsadas* (en cuanto que su contravalor ha sido satisfecho con cargo a las partidas de reservas o beneficios transformadas en capital) pero *formalmente vacantes* a causa de la inactividad de los titulares del derecho de asignación gratuita respecto de la práctica de las actuaciones requeridas por la sociedad para adaptar la representación de las acciones a la nueva situación creada tras el aumento<sup>730</sup>. Pues bien, en relación con el tema de las acciones vacantes en el contexto del canje de acciones con motivo de la fusión puede afirmarse sin duda —con argumentos similares a los ya utilizados respecto del problema análogo en el marco del aumento con cargo a reservas— que el caso es con mucho diferente del supuesto de las acciones sobrantes por falta de íntegra suscripción del aumento, puesto que el aumento del capital de la sociedad absorbente se encuentra ya cubierto económicamente en su integridad con el patrimonio de la sociedad absorbida. Por esta razón, la existencia de acciones formalmente vacantes como consecuencia de la falta de retirada de

---

<sup>727</sup> GÓMEZ PORRUÁ, *La fusión de sociedades anónimas*, cit., p. 167.

<sup>728</sup> Así, por ejemplo, ROJO, "La fusión", cit., p. 350.

<sup>729</sup> Cfr. artículo L. 228-6 del *Code de Commerce* francés de 2000.

<sup>730</sup> Vid. *supra* Capítulo 5º, III, 1.

los títulos no puede dar lugar a un fenómeno similar al de la suscripción incompleta del aumento del capital regulado en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas<sup>731</sup>. Para estos casos, los autores proponen que la sociedad pueda vender las acciones documentadas no recogidas por cuenta de sus titulares, ya sea utilizando por analogía el sistema establecido por el artículo 59 del citado texto legal<sup>732</sup>, o ya sea declarando la libertad de los administradores de la sociedad absorbente para prever las consecuencias de la falta de retirada de los títulos<sup>733</sup>.

b) Distinto del problema que acabamos de exponer se presenta aquel otro de la existencia de picos o *rompus* en la atribución de las nuevas acciones de la sociedad absorbente a cambio de las de la absorbida. Como sabido, tal problema se origina cuando no es posible establecer una relación de canje exacta, que ocasiona que algunos accionistas no pueden acceder a un número entero de acciones o no pueden acceder en absoluto al canje al no tener siquiera el número mínimo de acciones que dan derecho a obtener una de las nuevas. El problema se plantea, pues, de manera similar a otros casos ya vistos en los que también es necesario que los derechos de suscripción o de asignación de las nuevas acciones sean configurados conforme a criterios de proporcionalidad (v.gr.: configuración de los derechos de suscripción preferente o de los derechos de asignación gratuita de los accionistas —art. 158 LSA—)<sup>734</sup>.

---

<sup>731</sup> En este sentido, expresamente, GARDEAZÁBAL DEL RÍO/MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, "Problemática que plantean la fusión y el aumento de capital en la sociedad anónima", *cit.*, p. 293, nota 62; asimismo, advirtiendo del problema, ROJO, "La fusión", *cit.*, p. 350.

<sup>732</sup> SEQUEIRA MARTIN, "Comentario a los artículos 233-255", *cit.*, p. 107; GÓMEZ PORRUÁ, *La fusión de sociedades anónimas*, *cit.*, p. 167.

<sup>733</sup> GARDEAZÁBAL DEL RÍO/MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, "Problemática que plantean la fusión y el aumento de capital en la sociedad anónima", *cit.*, p. 293, nota 62, precisando que los administradores podrán decretar la venta de los títulos, la consignación de los mismos o el depósito con posterior venta.

<sup>734</sup> Es preciso recordar en este punto que el problema técnico de los picos o restos habidos en el canje de acciones como consecuencia de operaciones de fusión no ha sido desconocido por la Ley ni tampoco por la doctrina, si bien, en ambos casos, la regulación y el tratamiento del mismo han estado dirigidos más a buscar soluciones de cara a la tutela de los accionistas que puedan encontrarse en una u otra situación y que podrán verse más o menos intensamente perjudicados por la misma (*vid.*, art. 247.2 LSA, y, entre la doctrina, se ocupa ampliamente del tema en relación

Al menos en los casos en que el desajuste en la relación de cambio fijada da lugar a que para alguno o algunos accionistas sea imposible acceder al canje, se ha indicado que la sociedad debe brindar al socio la posibilidad de agrupar acciones con otros accionistas, de enajenar sus acciones a cargo de la sociedad, o de ofrecerle participar en sociedades filiales<sup>735</sup>. Pero ni la sociedad absorbente puede obligar a los accionistas a utilizar alguna de estas opciones, ni tampoco la propia adopción de estas medidas —que van dirigidas sobre todo, y como se ha dicho, a proteger a los socios— podrá evitar en todos los casos que queden acciones sin atribuir, planteándose entonces la cuestión de si esta circunstancia debe acarrear la aplicación del artículo 161 de la Ley de anónimas.

A nuestro modo de ver, las especiales características del aumento del capital al servicio de la fusión por absorción asemejan en gran medida el problema —ciertamente marginal— de los eventuales picos o restos al de los restos en el supuesto del aumento con cargo a reservas, alejándose, en cambio, del problema de los restos o picos que se pueden ocasionar en los aumentos con emisión de nuevas acciones con motivo del ejercicio del derecho de suscripción preferente. Mientras que en este último caso sí puede afirmarse que tiene lugar un supuesto estricto de suscripción incompleta susceptible de atraer hacia sí la aplicación del artículo 161, en los otros dos casos, el hecho de que la existencia de acciones sin atribuir o sin asignar no afecte a la cobertura patrimonial del aumento del capital, por un lado, junto al hecho, por otro, de que en ninguno de estos casos existe en sentido estricto una *suscripción* de acciones, lleva a entender que la norma citada no resulta aplicable a los mismos, no pudiendo, en consecuencia, llegar a declararse ineficaz el aumento del capital por este concreto motivo.

---

con este aspecto PÉREZ TROYA, *La tutela del accionista*, cit., p. 217 y ss.), que a considerar el problema desde el punto de vista del destino de estas acciones de imposible atribución y de las consecuencias que esta circunstancia afectará al desenlace final de la operación de aumento del capital aisladamente considerada.

<sup>735</sup> PÉREZ TROYA, *La tutela del accionista*, cit., p. 228, citando a F. OLEO, *La escisión de la sociedad anónima*, Madrid, 1995, p. 166.



### 3. Los aumentos de capital con derecho de suscripción preferente y los aumentos de capital sin derecho de suscripción preferente

Dejando de lado los casos de exclusión *ex lege* del derecho de suscripción preferente, en los que, como ya creemos haber demostrado, la ampliación del capital social —por su específica finalidad— no puede caer bajo el ámbito de aplicación del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas<sup>736</sup>, es claro que, atendiendo al supuesto de hecho contenido en el precepto, éste resulta aplicable tanto a la falta de íntegra suscripción de las nuevas acciones emitidas tras el cierre del plazo para el ejercicio del derecho de suscripción preferente de los accionistas (y de los titulares de obligaciones convertibles), como al aumento no suscrito por completo tras el plazo otorgado para la suscripción por terceros o por los socios al margen de aquel derecho<sup>737</sup>. La razón de precisar aquí esta cuestión (que con arreglo al precepto sobre la materia vigente en nuestro Derecho tiene, ciertamente, una importancia marginal) se debe a que en otros Ordenamientos jurídicos los preceptos que regulan el problema de la suscripción incompleta del aumento del capital social parecen circunscribir su aplicación exclusivamente a la falta de íntegra suscripción de las acciones emitidas tras el cierre del plazo otorgado *para el ejercicio del derecho de suscripción preferente* y, en su caso, el plazo para la “segunda vuelta” reservada a los socios que ejercitaron su derecho de suscripción en el primero y plazo para el ofrecimiento al público<sup>738</sup>.

---

<sup>736</sup> *Vid. supra* Capítulo 5º, III, 2. y IV, 2., lo señalado en relación con el aumento por conversión de obligaciones en acciones y con el aumento debido a la absorción de otra sociedad.

<sup>737</sup> De nuevo hay que dejar a salvo aquí los casos en que la exclusión del derecho de suscripción preferente se debe a que el aumento del capital se realiza con cargo a aportaciones no dinerarias o por compensación de créditos (sobre la posible aplicación del artículo 161 en estos supuestos, *vid. supra* Capítulo 5º, III, 3.).

<sup>738</sup> *Cfr.*, así, el artículo 2439.II del *Codice civile* italiano y el artículo L. 225-134 del *Code de Commerce* francés. En la doctrina italiana algunos se manifiestan en contra de una interpretación literal del precepto citado, sosteniendo que éste debe ser aplicado al aumento del capital no suscrito por completo con independencia de si se ha reconocido o no el derecho de suscripción preferente a los antiguos accionistas (*vid.* M. MALTONI, “Consensualità del contratto di sottoscrizione e qualificazione giuridica dell’obbligo di versamento contestuale dei tre decimi: spunti di riflessione”, *Giur. Comm.*, 1997, II, p. 659). Entre la doctrina francesa, en general, la opinión sigue el tenor literal de la norma, señalando que las posibilidades de actuación conferidas por el referido artículo L. 225-134 al Consejo de administración o al Directorio dirigidas al salvamento de la operación en caso de suscripción incompleta sólo son aplicables a los aumentos de capital *en numéraire* en los que el derecho de suscripción preferente a título irreducible y, en su caso, a título

Frente a estos sistemas jurídicos, la norma española no ofrece en este sentido margen para la discusión, al definir el supuesto de hecho como la falta de íntegra suscripción del aumento "dentro del plazo fijado para la suscripción", sin precisar si éste es el otorgado para la suscripción por los socios en ejercicio de su derecho de suscripción preferente, para la suscripción pública o para la suscripción por personas determinadas. Por ello, se entiende que la norma se refiere a la suscripción incompleta del aumento tras el *plazo general de suscripción* sin ulteriores precisiones, de modo que será aplicable siempre que tras el cierre de cualquiera de aquellos plazos queden acciones sin suscribir.

---

reductible no haya sido suprimido. En el resto de supuestos, la suscripción incompleta debe determinar la ineficacia total del aumento, por lo que, tratándose de una oferta al público, será aconsejable que la sociedad garantice la emisión (DANA-DÉMARET, Vº "Capital social", *cit.*, p. 27; VV.AA., *Mémento Pratique Francis Lefèvre*, *cit.*, p. 2075; MESTRE/ BLANCHARD SÉBASTIEN, *Lamy Sociétés Commerciales*, *cit.*, marginal 3661). Esta interpretación prueba, de nuevo, la animadversión existente en el ámbito doctrinal y legislativo francés respecto de la posibilidad de dejar eficaces por la parte suscrita aumentos del capital no cubiertos por completo, sobre todo, si son aumentos de grandes sociedades ejecutados a través de ofertas de suscripción dirigidas al público inversor, ya que razonablemente cabe presumir que el suscriptor-inversor tiene legítimas expectativas en el éxito de la operación que, después, se ven defraudadas si la cobertura de la ampliación del capital no es completa.

## **CAPÍTULO SEXTO**

### **LOS "AUMENTOS INCOMPLETOS SOBREVENIDOS" Y LA DISCIPLINA JURÍDICA DE LA SUSCRIPCIÓN INCOMPLETA**

## I. PRELIMINAR

1. En el capítulo precedente han sido examinadas las cuestiones que plantea la delimitación del ámbito de aplicación de la norma reguladora de la suscripción incompleta por razón de las diferentes clases y modalidades que puede revestir la operación de aumento del capital social. En este momento, procede analizar algunas otras cuestiones que derivan también del problema de la delimitación del ámbito de aplicación de dicha norma, pero apreciado este último desde una perspectiva diferente. Se trata ahora de esclarecer si el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas debe ser aplicado a determinados supuestos o circunstancias que pueden tener lugar dentro de la fase de ejecución del acuerdo de aumento —o, incluso, ya ejecutado el acuerdo— y que, sin coincidir de manera absoluta con los elementos que definen el supuesto de hecho normativo, presentan con el mismo ciertos puntos de conexión.

En el capítulo dedicado a la delimitación del supuesto de hecho de la suscripción incompleta del aumento del capital regulado en el citado artículo 161 (realizada tal delimitación con arreglo a la estricta descripción normativa literal que de este supuesto ofrece dicho precepto) se ha llegado a la conclusión de que la norma está referida al denominado *aumento incompleto originario*, esto es, al aumento del capital en el que la cifra acordada no ha podido ser íntegramente cubierta ya desde el principio por la falta de declaraciones de suscripción en cuantía suficiente durante el plazo otorgado por la sociedad para suscribir la ampliación. La norma está dirigida a determinar las consecuencias que, de cara a la eficacia de la operación de aumento, debe tener el hecho de que la cifra que consta en el acuerdo no haya podido ser alcanzada (cubierta patrimonialmente) ya desde que ha finalizado el primero de los actos de ejecución (la apertura del plazo de suscripción) a causa de la insuficiencia cuantitativa de declaraciones de voluntad de adquirir las acciones emitidas por parte de los destinatarios de la emisión<sup>739</sup>.

---

<sup>739</sup> Vid. *supra* Capítulo 2º, II, 1.1.2.

Ahora bien, junto a ello se advirtió que la expresión "aumento incompleto" del capital social es susceptible de ser utilizada en un sentido más amplio que el estrictamente legal, capaz de comprender otra serie de circunstancias que tienen también como elemento común denominador la falta de coincidencia entre la cifra del aumento acordada por el órgano social competente (es decir, la cifra proyectada), por un lado, y, por otro, la cifra que resulta cubierta patrimonialmente de manera efectiva tras la ejecución del acuerdo conforme a los principios de realidad e integridad del capital social (la cifra real y efectiva resultante de la ejecución), siendo esta última inferior a la primera. Sobre esta base, se apuntaba la necesidad de distinguir entre el *aumento incompleto originario* (el que integra el supuesto de hecho normativo) y los denominados *aumentos incompletos sobrevenidos*, expresión esta última que sirve de aglutinante para un conjunto heterogéneo de supuestos en los que el aumento del capital ha sido originariamente completo (en cuanto que ha sido íntegramente suscrito en el plazo establecido a este fin), pero resulta posteriormente incompleto en virtud de circunstancias sobrevenidas que afectan a la validez o a la eficacia de los actos de suscripción realizados, ya sea de manera directa (casos de nulidad o anulabilidad del negocio de suscripción por vicios del consentimiento o falta de capacidad del suscriptor), ya de manera indirecta (casos en los que se obliga a la sociedad a restituir a los suscriptores las aportaciones realizadas o en los que la aportación social no llega a ser realizada afectando a la validez jurídica del acto de suscripción que le sirve de causa).

2. La conexión que presentan estos *aumentos incompletos sobrevenidos* (o *aumentos devenidos incompletos*) con el supuesto de hecho normativo del *aumento incompleto originario* es fácil de establecer. Aunque aquéllos no concuerdan exactamente con la descripción normativa presente en el artículo 161 de la Ley de anónimas, conducen, sin embargo, a un resultado similar: la falta de equivalencia entre la cuantía del aumento acordada y la que finalmente puede ser conseguida tras la ejecución del acuerdo, que es inferior a la primera. Son supuestos, por consiguiente, en los que se llega al mismo resultado material regulado en dicha norma, pero por distinta vía de la que integra el tipo normativo.

La razón de plantear el interrogante de la extensión de la disciplina reguladora de la suscripción incompleta del aumento a estos otros supuestos dudosos se encuentra, bien en la ausencia de norma específicamente aplicable a los mismos, o bien, cuando la norma existe, en el tenor poco claro mediante el que ésta se expresa. La existencia de una laguna legal en unos casos y la falta de claridad normativa en otros crean la necesidad de dilucidar si la cuestión de la eficacia o ineficacia de estos *aumentos incompletos sobrevenidos* debe ser resuelta mediante la solución legal prevista para el aumento incompleto originario en el mencionado artículo 161.

Entre los autores españoles se ha sostenido con carácter general que la norma sobre aumento incompleto se refiere única y exclusivamente al *aumento originariamente incompleto* pero no, por el contrario, al *aumento devenido incompleto*. En este último caso, los administradores de la sociedad, sin necesidad de convocar nueva Junta general, se encuentran habilitados para adaptar la cifra del aumento a la que resulte de las señaladas circunstancias sobrevenidas, otorgando la correspondiente escritura modificativa de la anterior escritura relativa a la operación de aumento (si ésta ya hubiera sido otorgada) y presentando dicha escritura modificativa en el Registro Mercantil a fin de que se practique el asiento modificativo de la inscripción de la precedente escritura del aumento (si ésta ya hubiera sido inscrita)<sup>740</sup>. A la vista de esta opinión —que, como habrá de comprobarse, estimamos correcta— es menester precisar, no obstante, que la heterogénea naturaleza y las peculiaridades inherentes a cada uno de esos supuestos que pueden provocar que un aumento originariamente completo quede incompleto de forma sobrevenida, aconsejan que, atendiendo a

---

<sup>740</sup> Así, ROJO, "El acuerdo de aumento", *cit.*, p. 2383, nota 107, y, en el ámbito de la sociedad de responsabilidad limitada, "El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada", *cit.*, p. 852; en el mismo sentido, SÁNCHEZ GONZÁLEZ, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital social", *cit.*, p. 287.

los supuestos más relevantes, la controvertida cuestión de la aplicación de la norma de referencia y la búsqueda de una posible solución alternativa se realice de manera individualizada para cada uno de ellos.

## II. EL AUMENTO INCOMPLETO POR FALTA DEL DESEMBOLSO INICIAL DE LAS ACCIONES SUSCRITAS

Dentro de los denominados *aumentos incompletos sobrevenidos* el supuesto, quizá, más polémico se refiere a la posibilidad de que un aumento del capital que ha sido íntegramente suscrito no resulte, sin embargo, desembolsado en la cantidad mínima inicial exigida por la sociedad emisora, ya sea esta cantidad coincidente con el mínimo legal del veinticinco por ciento del valor nominal de cada acción (arts. 12 y 152.3 LSA) o se trate de un importe superior<sup>741</sup>. La pregunta es si, en este caso, el problema del aumento suscrito en su totalidad pero incompleto porque no ha sido desembolsado en los términos previstos por la sociedad debe recibir o no solución mediante la aplicación del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas.

### 1. La diferencia conceptual entre suscripción y desembolso y la posibilidad de la escisión temporal de ambos actos jurídicos dentro del proceso del aumento del capital

1. Obviamente, en el planteamiento del problema se parte de que una cosa es la suscripción de las acciones y otra distinta el desembolso de las mismas. La suscripción y el desembolso constituyen dos actos jurídicos conceptualmente diferentes. La *suscripción* constituye una *declaración de voluntad* mediante la cual el sujeto interesado solicita la adquisición de un determinado número de acciones de nueva creación. En cambio, el *desembolso* es el *acto de ejecución de la obligación de aportar* que nace para el suscriptor, precisamente, por virtud de la emisión de aquella declaración<sup>742</sup>. Conforme a esta distinción conceptual cabe afirmar que mientras que la suscripción se sitúa en el plano de la voluntad, el

---

<sup>741</sup> Aunque el artículo 12 de la Ley de Sociedades Anónimas se refiere únicamente de manera expresa a la íntegra suscripción de las acciones y al desembolso mínimo inicial del valor nominal de cada una de ellas en relación con la constitución de la sociedad, es indudable en la actualidad de que este precepto es también aplicable a la emisión de nuevas acciones con ocasión de un aumento del capital.

<sup>742</sup> Vid., por ejemplo, ya MARTÍNEZ-RADÍO, "Tradición instrumental y aportación social", *cit.*, p. 465 y ss.; GARRIGUES-Olivencia, *Comentario*, I, *cit.*, p. 205.



desembolso pertenece al plano (superpuesto al anterior) de la ejecución de una obligación surgida de una declaración de voluntad ya manifestada.

Sobre esta base, este particular problema de aumento incompleto se plantea en los casos en que la suscripción y el desembolso inicial de las nuevas acciones emitidas no coincidan en el mismo momento temporal. A diferencia de lo que sucede en otros países, la Ley española de sociedades anónimas no establece como regla general que el desembolso inicial de las acciones emitidas con ocasión de un aumento del capital deba ser realizado en el momento mismo de la suscripción<sup>743</sup>. Sólo en el caso de la prima de emisión (art. 47.3 LSA) y, en la actualidad, también de las acciones rescatables (art. 92 bis.2 LSA) se parte de

---

<sup>743</sup> Cfr. el artículo L. 225-144 del *Code de Commerce* francés de 2000 (antiguo art. 191 de la *Loi de Sociétés Commerciales* de 1966), que establece que las acciones emitidas con ocasión de un aumento del capital deben ser desembolsadas obligatoriamente al menos en una cuarta parte de su valor nominal *en el momento de la suscripción (lors de la souscription)*. De parecida forma, el artículo 2439 I del *Codice civile* italiano establece que los suscriptores de las nuevas acciones deben desembolsar a la sociedad *en el momento de la suscripción (all'atto della sottoscrizione)*, al menos, tres décimas partes del valor nominal de las acciones suscritas. Respecto del Derecho italiano hay que llamar la atención, sin embargo, sobre la reciente aprobación de la Ley nº 383, de 18 de octubre de 2001, que lleva como título "Primi interventi per il rilancio dell'economia". El artículo 6 de esta Ley, de dudosa legalidad por opuesto a las Directivas comunitarias sobre el capital social (Segunda Directiva CEE), establece textualmente que "(L)a sottoscrizione del capitale delle società per azioni, delle società in accomandita per azioni e delle società a responsabilità limitata può essere, in tutto o in parte, sostituita dalla stipula di una polizza di assicurazione o di una fideiussione bancaria. Le forme di equivalenza tra polizza o fideiussione stipulate e capitale sottoscritto, in quanto fondo di garanzia e parametro operativo, sono determinate con decreto del Presidente del Consiglio dei ministri. Sono esclusi da questa facoltà le banche e gli altri enti e società finanziari indicati nell'articolo 1 del decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 87, e successive modificazioni, nonché le imprese di assicurazione". La norma ha recibido más críticas que alabanzas por parte de la doctrina italiana, no sólo por la contradicción en la que dicha norma incurre respecto del contenido de la Segunda Directiva comunitaria en materia de sociedades (más o menos grave según como se interprete aquella nueva norma), sino también porque la misma (incluso aunque se llegue a la conclusión de que no pretende eliminar el instituto del capital social a imagen de la experiencia norteamericana) plantea problemas jurídicos graves respecto de la disciplina del capital social que aún hoy impera en los sistemas jurídicos de la Europa continental (*vid.* estas consideraciones en G. B. PORTALE, "Del capitale assicurato alle tracking stocks", *Riv. Soc.*, enero- febrero 2002, p. 156-159, con ulteriores referencias doctrinales en similar sentido crítico).

Conforme al Derecho alemán, no es preciso que el desembolso mínimo inicial (la cuarta parte del valor nominal de las nuevas acciones) sea realizado en el momento mismo de la suscripción, sino que es suficiente con que se efectúe por los suscriptores antes de solicitar la inscripción de la ejecución del aumento en el Registro Mercantil. En efecto, el § 188 AktG establece el desembolso inicial mínimo como una simple condición para la inscripción de la ejecución del aumento, de modo que aquél puede ser realizado en cualquier momento entre la suscripción y la solicitud de inscripción del aumento en el Registro Mercantil (es opinión unánime, *vid.*, entre otros, LUTTER, *Kölner Komm.*, cit., § 188, marginales 9 y ss.; HÜFFER, *Aktiengesetz*, cit., § 188, marginales 5 y 6).

esa unidad cronológica de la suscripción y el desembolso, al exigirse expresamente que el desembolso (en ambos casos íntegro) tenga lugar *en el momento mismo de la suscripción*. En los demás casos, la Ley se limita a señalar que "los suscriptores quedan obligados a hacer su aportación *desde el momento mismo de la suscripción*" (art. 162.3 LSA)<sup>744</sup>. Así, puede ocurrir que el acto de suscripción y el acto de desembolso inicial queden diferidos en el tiempo, bien porque la sociedad emisora haya fijado un plazo para la suscripción del aumento y otro sucesivo para que los suscriptores efectúen el desembolso inicial de las acciones suscritas en el primero (tesis de la dualidad de períodos), o bien porque aún existiendo un único plazo para la suscripción y el desembolso del aumento, es suficiente con que el desembolso tenga lugar *dentro* del período de suscripción (tesis de la unidad del período)<sup>745</sup>. En estos casos, no es descartable en absoluto que el aumento del capital quede íntegramente suscrito dentro del plazo de suscripción, pero, después, alguno o algunos de los suscriptores no proceda al desembolso inicial del valor de las acciones previamente suscritas conforme a lo exigido por la sociedad en las condiciones de emisión (ya sea, insistimos, el mínimo legal del 25% del valor nominal o un importe superior). El aumento del

---

<sup>744</sup> Únicamente, tal vez, en el supuesto de oferta pública de suscripción, la Ley (art. 160 LSA) parece presuponer la simultaneidad de la suscripción y el desembolso, en cuanto que establece como contenido mínimo del "Boletín de suscripción" que documenta el negocio de suscripción la indicación del "*importe que abona el suscriptor* con expresión, en su caso, de la parte que corresponda al valor nominal desembolsado y la que corresponda a la prima de emisión" (letra e), junto con "la fecha y la firma del suscriptor o de su representante, así como de la persona *que recibe las cantidades desembolsadas*" (letra g), aunque no es seguro que la literalidad de la norma signifique, en un plano sustantivo, la prohibición de separar en el tiempo el acto de suscripción del acto de desembolso.

<sup>745</sup> En la práctica no es infrecuente la disociación temporal entre suscripción y desembolso. Por ejemplo, es habitual la presencia en los tramos minoristas de un primer plazo para efectuar los "Mandatos de suscripción", otro ulterior para las "Solicitudes de suscripción" (caracterizadas frente a las anteriores por ser firmes e irrevocables), y un tercer plazo para el pago o desembolso de las acciones suscritas (a veces no sólo del nominal sino también de la prima). Así, por ejemplo en el caso de la ampliación de capital de Terra Networks, S.A. llevada a cabo mediante oferta pública de suscripción en noviembre de 1999, el plazo para las solicitudes de suscripción irrevocables en el tramo nacional minorista se fijó entre los días 9 y 12 de noviembre, mientras que el pago por los inversores de las acciones finalmente adjudicadas en función del prorrateo había de realizarse entre los días 16 y 19 de noviembre. Igualmente, en el caso de la ampliación de capital de ERCROS, S.A. se fijó una primera vuelta para el ejercicio del derecho de suscripción preferente, (entre el 4 y el 18 de mayo de 1999), otra segunda vuelta para los que ejercitaron sus derechos en la primera durante el día 21 de mayo, y otra tercera dirigida a ciertos inversores institucionales (entre los días 24 y 25 de mayo), mientras que el período del desembolso íntegro del nominal y de la prima podía realizarse hasta el día 26 de mayo de 1999.

capital quedará entonces "incompleto", puesto que no podrán computarse a efectos de integrar la nueva cifra del capital las acciones suscritas pero no desembolsadas en el importe mínimo inicial exigido (arts. 12 y 152.3 LSA).

2. La pregunta ante este supuesto de aumento incompleto es si el mismo debe recibir solución mediante la aplicación del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas. En relación con la sociedad de responsabilidad limitada el problema no se plantea de la misma manera. El artículo 77 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada define textualmente el supuesto de hecho legal del aumento incompleto por referencia a la *falta del íntegro desembolso* del aumento dentro del plazo establecido al efecto. La descripción normativa literal del supuesto regulado en este cuerpo legal engloba, en realidad, —como ya indicáramos— un doble supuesto de hecho: la falta de íntegra asunción del aumento (en cuanto que la falta de suficientes compromisos de aportación impedirá que se pueda producir el íntegro desembolso), pero también el caso en que, habiéndose asumido la totalidad de la cifra del aumento, ésta no ha sido desembolsada por completo. Así, puede decirse que el supuesto normativo del aumento incompleto en la sociedad de responsabilidad limitada trasciende del plano de la simple voluntad para afectar también al plano de la ejecución de la obligación surgida de la declaración de voluntad del sujeto que asume las nuevas participaciones emitidas.

¿*Quid* en relación con la sociedad anónima?. Conviene recordar al respecto un dato de gran relevancia a este fin: que el citado artículo 161 identifica el supuesto de hecho regulado con la *falta de íntegra suscripción* del aumento del capital, sin aludir, al menos expresamente, a la falta de íntegro desembolso de la emisión (en el importe inicial exigido) como supuesto que debe atraer la aplicación de las consecuencias jurídicas previstas en la norma. En otros términos, de la descripción literal del tipo se deduce que el supuesto de hecho normativo ocupa, en principio, el plano de la simple *voluntad*, puesto que lo que ocurre es que no se ha solicitado la adquisición de acciones en cantidad suficiente para absorber el total de las que integran la nueva emisión (insuficiencia cuantitativa de declaraciones de voluntad). De ahí que la clave de la solución resida en la

necesidad de determinar si esas acciones "suscritas" pero no desembolsadas deben considerarse, en realidad, como no suscritas, o si, por el contrario, la referida falta del desembolso inicial exigido debe constituir un supuesto de aumento incompleto diferente del que integra el supuesto de hecho normativo y no subsumible en el contenido de aquel precepto.

## **2. La relación jurídica entre suscripción y desembolso: la cuestión del carácter *real* o *consensual* del negocio de suscripción**

1. La cuestión planteada tiene como telón de fondo un tema teórico no exento de dificultad: el de la *realidad* o *consensualidad* del negocio de suscripción de acciones por referencia al desembolso inicial de las mismas. Se trata de determinar si el desembolso mínimo inicial de las acciones suscritas actúa como elemento perfeccionador de la declaración de suscripción, o si la declaración de voluntad implícita en la suscripción es "perfecta" en sí misma desde el momento en que se entiende prestado el consentimiento, generando a partir de entonces meros efectos obligacionales (en nuestro caso, la obligación de desembolsar las acciones de acuerdo con lo exigido por la sociedad en las condiciones de emisión).

Según se advierte fácilmente, este tema es comprensible desde el punto de vista más amplio del criterio de clasificación de los contratos como "consensuales" o "reales". Como es sabido, en la dogmática clásica del negocio jurídico se habla de contratos "consensuales" para identificar a aquellos contratos que se perfeccionan mediante el simple consentimiento de las partes, surgiendo desde la perfección del contrato las obligaciones pactadas y las que se derivan de la propia naturaleza de aquél<sup>746</sup>. Por el contrario, son contratos "reales" aquéllos en los que

---

<sup>746</sup> El criterio de clasificación empleado a fin de distinguir entre contratos "reales" y contratos "consensuales" es diferente del que se emplea para distinguir los contratos con efecto jurídico-real de los contratos con efecto jurídico-obligacional, y que atiende a la aptitud del contrato para producir el nacimiento, transmisión, modificación o extinción de un derecho real —en el primer caso—, o bien el nacimiento de un mero derecho de crédito (constitución entre las partes de una simple relación obligatoria). En este último sentido, el negocio de suscripción entraría dentro de la clasificación de los contratos con efecto jurídico-real, pues, al menos, determina la creación del derecho de propiedad del suscriptor sobre las acciones suscritas y la transmisión del derecho de propiedad del objeto de la aportación social desde el suscriptor a la sociedad.

el simple consentimiento de las partes contratantes no basta para hacer surgir el contrato, sino que la conclusión o perfección de éste exige, además del consentimiento, de la entrega de alguna cosa (*datio rei*), es decir, que la entrega se realiza *contrahendi causa* (no como mera ejecución de un contrato ya perfecto) y, por ello, "opera como presupuesto de la creación de la obligación"<sup>747</sup>. Aplicada esta clasificación al negocio de suscripción es forzoso concluir que si se considera que la suscripción tiene carácter *real* en cuando al desembolso inicial de las acciones "suscritas", la falta de tal desembolso impediría tener por efectuada la suscripción (prestado el consentimiento). En cambio, conforme a la tesis de la *consensualidad*, el negocio de suscripción habría de tenerse perfeccionado desde el momento en que las partes consientan de acuerdo con las reglas sobre formación del contrato aplicables al caso, de modo que la falta del desembolso inicial exigido por parte del suscriptor conduciría, en rigor, a un supuesto de incumplimiento frente a la sociedad de la obligación de aportación previamente asumida con la declaración de voluntad de suscribir.

El seguimiento de una u otra tesis tiene repercusiones prácticas importantes: mientras que conforme a la primera (tesis de la *realidad*) la sociedad carecería de acción para exigir coactivamente el desembolso de las acciones "suscritas" (puesto que, en rigor, el negocio no ha llegado a perfeccionarse y ninguna obligación ha surgido de él), en virtud de la segunda (tesis de la *consensualidad*) la sociedad podría reclamar al suscriptor, en base a la declaración de voluntad manifestada, el pago del importe no satisfecho, de modo tal que por vía coactiva el aumento "incompleto" por falta de desembolso en el importe inicial puede llegar (al menos en teoría) a completarse después. De igual manera, la elección de una o de otra de las tesis planteadas tiene también enorme importancia de cara a la cuestión de la aplicación del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas a

---

<sup>747</sup> DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 139. Es pacífica la consideración de que el principio general que impera en el Derecho español es el de la consensualidad, siendo los "contratos reales" la excepción. Estos últimos quedarían relegados, fundamentalmente, a los denominados contratos "restitutorios" (préstamo, comodato, mutuo, prenda, depósito), en los que la única obligación que, según la regulación legal, surge del contrato —la obligación de restituir— tiene como presupuesto la previa entrega de la cosa, de modo que dicha entrega es consustancial a la declaración de voluntad contractual.

este particular supuesto de aumento incompleto. La tesis de la *realidad* puede ser utilizada como argumento para defender la inclusión de este supuesto dentro del ámbito de aplicación de la norma sobre suscripción incompleta, toda vez que la ausencia del desembolso inicial impediría tener por efectuada la suscripción (prestado el consentimiento). El alto grado de semejanza existente entre ambos supuestos es claro en este caso: si el supuesto de hecho normativo se caracteriza por la falta de realización de declaraciones de voluntad en cuantía suficiente para cubrir el importe del aumento, en este otro caso algunas de las declaraciones de voluntad son inválidas *ab initio* por la ausencia de un elemento perfeccionador de las mismas. Por el contrario, de acuerdo con la tesis de la *consensualidad*, no se trataría tanto de un supuesto de inexistencia de suscripciones (de declaraciones de voluntad), como de un supuesto que se encuadra en el plano obligacional, dando lugar únicamente a un fenómeno de inexistencia o incumplimiento de la prestación debida<sup>748</sup>.

2. Dentro del panorama jurídico español no es este un tema que haya merecido especial atención por parte de la doctrina, y, en las escasas ocasiones en las que se ha abordado la cuestión —casi siempre, además, de manera tangencial—, las opiniones no son del todo coincidentes<sup>749</sup>. Para unos, es posible

---

<sup>748</sup> Planteando de igual manera la relación entre el tema del carácter real o consensual del negocio de suscripción y la aplicación de la norma sobre la suscripción incompleta del aumento, M.S. SPOLIDORO, "Commento all'art. 20.l d.p.r. 10 febbraio 1986", en *Le nuove leggi civili commentate*, n° 1-2, 1988, p. 170.

<sup>749</sup> Igual de dubitativa se muestra la jurisprudencia, que también, en las pocas sentencias habidas sobre el tema, unas veces ha optado por la tesis de la *consensualidad* del negocio de suscripción (STS de 29 de septiembre de 1993) y otras por otorgar al mismo carácter "real" (STS de 21 de mayo de 1984). Así, en la STS de 29 de septiembre de 1993 (Ar. RJ 6658), el Tribunal Supremo consideró que la falta de desembolso constituye un incumplimiento de la obligación (que la sociedad puede aplazar en parte) de desembolsar el capital de las acciones suscritas que el accionista o el cesionario del derecho de suscripción asumen con la suscripción. De ahí que la sociedad disponga de acción para exigir el reintegro de la totalidad del capital representativo de las acciones suscritas *aún cuando el mismo no hubiera tenido lugar en absoluto*. Por el contrario, en la conocida STS de 21 de mayo de 1984 (Ar. RJ 2494), el Alto Tribunal consideró como no ejercitado el derecho de suscripción preferente al no haber desembolsado el socio el importe exigido por la sociedad en el momento de la suscripción (que, en este caso, consistía en el importe íntegro del valor nominal de las nuevas acciones). No obstante, si se lee atentamente esta sentencia se advierte que, en realidad, en Tribunal basa su decisión en el hecho de que, según resultó probado, la sociedad había decidido unificar en este concreto caso el tiempo de la suscripción y el desembolso, de tal forma que la falta desembolso impediría que se tuviese por

deducir de diferentes preceptos de la Ley que el negocio o el acto de suscripción de acciones tiene un carácter real, al menos, en lo que se refiere al desembolso inicial del mínimo legal. Se alude en este sentido a diferentes preceptos de la Ley de Sociedades Anónimas: los artículos 12 y 152.3 (que obligan al desembolso mínimo del 25% del valor de cada una de las acciones en el momento de constitución de la sociedad y en el momento del aumento del capital), al artículo 47.1 (que sanciona con la nulidad la creación de acciones que no respondan a una efectiva aportación patrimonial a la sociedad), al artículo 34 (que establece como causa de nulidad de la sociedad el no respetar el desembolso mínimo del capital legalmente previsto), al artículo 40 (que regula el procedimiento de verificación de la realidad del desembolso por parte del notario autorizante de la escritura de constitución de la sociedad y del aumento del capital), y también al artículo 166.4.1º del Reglamento del Registro Mercantil (que exige, como requisito para la inscripción en el Registro Mercantil, que la escritura exprese que el aumento del capital ha sido desembolsado en los términos previstos). De estos preceptos se deduce, según estos autores, que el desembolso mínimo legal que tiene como finalidad garantizar la "seriedad" de la suscripción realizada por los socios o por los terceros, impidiendo que la totalidad del capital social esté representado por un mero conjunto de derechos de crédito de la sociedad frente a los suscriptores de las acciones por las aportaciones comprometidas. Así, el principio del desembolso mínimo contribuye tanto a la tutela de los acreedores sociales (frente al riesgo de un capital social sólo aparente que no se encuentra respaldado en absoluto por medios patrimoniales inmediatamente disponibles), como al interés de la sociedad misma, concretado aquí en la posibilidad de disponer *ab initio* al menos de una parte del capital necesario para el desarrollo del objeto social. En función de tales normas y del significado del desembolso inicial —siquiera mínimo— se comprende que la sociedad no pueda aplazar el total desembolso de las acciones emitidas, de manera que el desembolso inicial mínimo es un elemento necesario para la perfección de la suscripción<sup>750</sup>.

---

verificada la suscripción. Pero la sentencia considera que esta forma de actuar es una *simple opción*, dejando la puerta abierta a la separación temporal entre suscripción y desembolso.

<sup>750</sup> Entre la doctrina precedente, *vid.* GARRIGUES-Olivencia, *Comentario*, I, *cit.*, p. 296, quienes, al menos en relación con la fundación sucesiva, afirmaban que para tener el *concepto*

Para otros autores, sin embargo, el recurso a aquellos preceptos no justifica la transformación del negocio de suscripción en un contrato real, puesto que tan sólo establecen medidas legales de defensa del capital que no se ven obstaculizadas por la consideración de aquél como un negocio consensual. En base a la declaración de voluntad de suscribir manifestada por el suscriptor, la sociedad podrá exigir a éste el pago de ese desembolso inicial cuando el mismo no haya sido satisfecho voluntariamente en el plazo y forma previstos. Otra cosa distinta es que la validez de la suscripción pueda ser mantenida si el desembolso inicial exigido no se produce, ya que, en efecto, aquellas normas impiden que las acciones no desembolsadas en el importe inicial que corresponde al mínimo legal puedan representar válidamente el capital social. De este modo, se afirma que, aunque el desembolso mínimo inicial no es un elemento de perfección del negocio de suscripción (es decir, un elemento del que depende la existencia misma de la declaración realizada por el suscriptor), tal desembolso constituye una condición o un requisito del que depende la eficacia de la suscripción efectuada<sup>751</sup>.

3. En el marco del Derecho comparado sorprende comprobar cómo la polémica en torno al carácter real o consensual del negocio de suscripción ha alcanzado particular relieve en Italia, donde —según ya hemos señalado— la Ley parte de manera expresa de la unidad cronológica entre la suscripción de las

---

*legal de suscriptor* había que desembolsar el importe mínimo inicial del veinticinco por ciento del nominal de cada acción suscrita; más recientemente, CABANAS TREJO/MACHADO PLAZAS, *Aumento de capital y desembolso anticipado*, cit., p. 67-68.

<sup>751</sup> Vid. ya GIRÓN, *Derecho de Sociedades Anónimas*, cit., p. 125; SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, cit., p. 251-253 (no obstante, el autor, a la vista de la referida STS de 21 de mayo de 1984, apunta el "posible componente jurídico-real que ofrece, en parte, el contrato de suscripción, de modo especial por lo que toca a la porción de desembolso mínimo", en *La acción*, cit., p. 66); LÓPEZ ORTEGA, *Los dividendos pasivos*, cit., p. 85-99; M. DE LA CÁMARA, "En torno al concepto de causa de los contratos", en *Estudios de Derecho civil*, Madrid, 1985, p. 531 (citado por CABANAS TREJO/MACHADO PLAZAS, *Aumento de capital y desembolso anticipado*, cit., p. 67); al parecer, J. M. OTERO LASTRES, "Dividendos pasivos", en R. Uria/A. Menéndez/M. Olivencia (dir.) *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, T. III, vol. 3º, Madrid, 1994, p. 245-246. En el marco de la sociedad de responsabilidad limitada, donde en teoría, la exigencia legal del íntegro desembolso del capital social *desde su origen* (art. 4 LSRL) daría pie para intentar justificar el carácter real del negocio de asunción de las participaciones sociales, negó este carácter con argumentos de peso, L. CARLÓN, "La falta de desembolso íntegro del capital social en la sociedad de responsabilidad limitada", en *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al Profesor Antonio Polo*, Madrid, 1981, p. 108-111.



acciones emitidas con ocasión de un aumento del capital y el desembolso mínimo inicial de su valor nominal (art. 2439.I *Codice civile*). Ciertamente, la propia dicción literal de este último precepto (en cuanto que, como se recordará, establece que el desembolso mínimo inicial de las acciones debe efectuarse *en el momento mismo* de la suscripción) podría considerarse suficientemente esclarecedora al respecto, en el sentido de imponer el carácter real del negocio de suscripción en lo que se refiere al desembolso de ese mínimo legal. Por esta razón, llama la atención el hecho de que frente a la tesis claramente minoritaria que todavía defiende la "realidad" del contrato de suscripción<sup>752</sup>, la doctrina mayoritaria —avalada por la jurisprudencia<sup>753</sup>— insiste en que de la redacción del precepto citado no puede deducirse sin más que la Ley haya configurado el desembolso del importe mínimo prescrito en el mismo como un elemento necesario para la

---

<sup>752</sup> Vid. GALGANO, *La società per azioni*, cit., p. 376; A. PACIELLO, "Considerazioni sulla struttura del contratto di sottoscrizione", *BBTC*, 1983, II, p. 91 y ss. Cercana a esta tesis se encuentra la de aquéllos que, al menos en relación con la suscripción efectuada en ejercicio del derecho de suscripción preferente del accionista, consideran también que el desembolso inicial mínimo es una modalidad de ejercicio del derecho, de manera que éste no puede considerarse ejercitado si no se efectúa por el suscriptor el desembolso mínimo legal previsto en el artículo 2439.I del *Codice Civile* en el momento de la suscripción, o, a lo sumo, dentro del plazo otorgado para la suscripción; así, MAJELLO, "L'esercizio del diritto di opzione", cit., p. 134 y ss.; G. LAURINI, "Della pretesa contestualità tra sottoscrizione e versamento dei 3/10 dell'aumento di capitale e di altro", *Giur. Comm.*, II, 1997, nº 24.6, p. 755 y ss.

Este sector doctrinal "minoritario" fundamenta la tesis de la "realidad" del contrato de suscripción, básicamente, en dos órdenes de ideas: por un lado, en el propio tenor literal de la norma en cuestión, que establece de manera clara la unidad cronológica, sistemática y estructural entre el acto de suscripción y el acto de desembolso; pero, sobre todo, en la funcionalidad del desembolso mínimo del valor nominal de las nuevas acciones exigido por la Ley *en el momento de la suscripción*. A juicio de estos autores, esta prescripción legal tiene una función de tutela de la sociedad, de los socios y de los terceros (acreedores sociales), cuyos intereses convergen en la necesidad de garantizar la efectividad de la prestación que deben efectuar los suscriptores de las nuevas acciones y en que el nuevo capital no esté integrado únicamente por un derecho de crédito de la sociedad frente a los nuevos accionistas. En este sentido se afirma que, partiendo de la inexistencia de un instrumento de control externo para asegurar que el aumento del capital sea efectivamente desembolsado en los términos previstos por la Ley, sólo con la consideración del contrato de suscripción como "real" se puede tutelar aquellos intereses, tutela que la tesis de la "consensualidad" vacía de contenido (*vid*, sobre todo, PACIELLO, "Considerazioni sulla struttura", cit., p. 93-96).

<sup>753</sup> Así, entre otras, la sentencia del Tribunal de Bari de 5 de marzo de 1979 y del Tribunal de apelación de Bari de 22 de mayo de 1980 (publicadas en *Giur. Comm.*, 1981, II, p. 316 y ss.), la sentencia del Tribunal de Nápoles de 5 de mayo de 1981 (publicada en *BBTC*, 1983, II, p. 91 y ss.), la sentencia del Tribunal la apelación de Brescia de 16 de julio de 1992 (publicada en *Riv. Not.*, 1994, I, nº 478), la sentencia del Tribunal de Milán de 6 de octubre de 1994 y, en apelación de ésta, la sentencia del Tribunal de apelación de Milán de 11 de septiembre de 1998. Esta jurisprudencia "menor" ha sido confirmada por la casación en la sentencia de la Corte de Casación de 26 de enero de 1996 (publicada en *Giur. Comm.*, 1997, II, p. 651 y ss.).

perfección de la declaración de suscribir las acciones de nueva emisión, a semejanza de lo que ocurre en los denominados contratos "reales"<sup>754</sup>.

Según entienden los autores que representan la doctrina italiana mayoritaria, a la previsión legal de la realización del desembolso mínimo inicial *en el momento de la suscripción* únicamente debe atribuírsele el valor de fijar con carácter inderogable el momento de cumplimiento de la obligación de desembolso ya surgida por virtud del consentimiento implícito en la declaración de suscripción, disponiendo en este sentido que la obligación de desembolso del mínimo legal de los tres décimos del valor nominal de las acciones suscritas es una obligación de ejecución inmediata cuyo cumplimiento no puede ser sometido a plazo. Esta interpretación tiene una doble consecuencia. Por un lado, con carácter negativo, que la sociedad no puede aplazar el cumplimiento de la obligación de desembolso del importe mínimo inicial establecido por la Ley, como sí puede hacer, por el contrario, respecto del resto del valor nominal de las acciones suscritas a través del mecanismo de los dividendos pasivos. La Ley limita, así, la autonomía privada de las partes como medida de defensa del capital social en interés de terceros. Por otro, como consecuencia positiva, que la sociedad puede exigir de inmediato al suscriptor, incluso por vía coactiva, el cumplimiento de la referida obligación<sup>755</sup>.

---

<sup>754</sup> Así, en defensa de la tesis de la *consensualità*, MALTONI, "Consensualità del contratto di sottoscrizione", *cit.*, p. 655 y ss.; F. MARANI, "Consensualità e realtà nella sottoscrizione di aumento di capitale (osservazioni a margine di Cassazione 26.1.1996 n 611: l'inutile complicazione della realtà)", *Il diritto dell'economia*, n° 1, 1997, p. 7 y ss.; L. FARENGA, "Sulla natura giuridica della sottoscrizione del capitale sociale", *Riv. Dir. Comm.*, 1997, p. 462 y ss.; SPOLIDORO, "Commento all'art. 20 l", *cit.*, 1988, p. 168 y ss.; CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, vol. 2 (*Diritto delle Società*), *cit.*, p. 490; F. DI SABATO, *Manuale delle società*, 6ª ed., Torino, 1999, p. 259; y últimamente, GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale*, *cit.*, p. 231 y ss., con citas de ulterior bibliografía en p. 234; N. ROCCO DI TORREPADULA, *Partecipazione in società e revocatoria*, Milano, 2001, p. 240-241 y p. 327.

Frente a las dos tesis contrapuestas de la "realità" y de la "consensualità" es preciso citar la opinión ecléctica de U. BELVISO ("Realità e consensualità nel contratto di sottoscrizione di azioni di nuova emissione", *Giur. Comm.*, 1981, II, p. 319 y ss.), para quien al lado del contrato "típico" de suscripción previsto en la Ley (art. 2439. I *Cod. Civ.*), que tiene carácter real, en aras de la autonomía privada no hay inconveniente en admitir la validez de un contrato de suscripción "atípico" o "innominado" de carácter consensual siempre que así se desprenda claramente de la voluntad de las partes.

<sup>755</sup> *Vid.*, por ejemplo, SPOLIDORO, "Commento all'art. 20 l", *cit.*, p. 170-171"; MARANI, "Consensualità e realtà", *cit.*, p. 14 y ss.; GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale*, *cit.*, p. 254 y ss. Los autores que defienden la tesis de la *consensualità* fundamentan su opinión en

De hecho, la defensa de la tesis de la consensualidad parte de una experiencia práctica: la jurisprudencia ha denunciado que la tesis de la "realidad" ha venido siendo uno de los instrumentos típicamente utilizados por los suscriptores —sobre la base de que la falta del desembolso mínimo inicial no permitió perfeccionar el negocio de suscripción— para rechazar el requerimiento de pago realizado por los administradores o por los órganos de la quiebra en el caso de que la sociedad haya caído en esta situación concursal, mientras que la tesis de la "consensualidad" sirve para considerar válida y ejecutable la referida obligación de desembolso en beneficio de los intereses de la sociedad y de los terceros acreedores<sup>756</sup>.

Pero, sin duda, el argumento más convincente aducido por la referida doctrina mayoritaria para defender el carácter meramente consensual del negocio de suscripción —y donde, a nuestro modo de ver, reside la clave de la respuesta— pasa por la necesidad de distinguir dos cuestiones distintas aunque relacionados entre sí; la cuestión de la formación de cada uno de los negocios de suscripción sobre las acciones emitidas que se celebran a los fines de ejecutar el acuerdo de aumento del capital, y la cuestión de la perfección del proceso jurídico-económico del aumento del capital con la consiguiente realización de la modificación estatutaria de la cifra del capital social. En esta línea se afirma que la tesis de la

---

ulteriores argumentos. Aunque no es menester exponer todas y cada una de las razones esgrimidas en defensa de esta tesis (para lo que nos remitimos a la literatura citada) es conveniente exponer, al menos, dos de aquéllas. En primer lugar, que el dictado del artículo 2439.I del *Codice civile* no se corresponde con la fórmula utilizada por la Ley al regular alguno de los (pocos) contratos típicos comunmente caracterizados como "reales". Así, el referido precepto se limita a prescribir que los suscriptores *deben* efectuar el desembolso mínimo inicial en el momento de la suscripción. A diferencia de este tenor, esos contratos reales típicos (el préstamo, mutuo, depósito, etc...) son definidos por la Ley como "el contrato con el cuál una parte entrega a la otra..." (v. gr.: arts. 1766, 1803, 1813 *Cod. Civ.*), integrando, de este modo, la entrega (*consegna*) en la estructura misma de formación del contrato. En segundo lugar, que los intereses presuntamente tutelados por el citado artículo 2439. I y por los contratos de carácter real son diferentes: mientras que con los contratos reales se trata proteger la libertad del *tradens* (en el sentido de no quedar obligado por el mero consentimiento a entregar a otro un bien de su propiedad y, de ahí, que el consentimiento se manifieste mediante la entrega misma), en el artículo 2439. I *Codice civile* el desembolso previsto *in limine contractus* no trata de proteger el interés de aquél que debe realizar la prestación o entrega (el suscriptor) en quedar libre de efectuarla o no (la suscripción es ya en sí misma voluntaria para el suscriptor), sino de tutelar el interés del *accipiens* (la sociedad) en poder actuar de inmediato frente al cumplimiento (*vid.* MARANI "Consensualità e realtà", *cit.*, p. 11-15)

<sup>756</sup> *Vid.*, así, la sentencia ya citada de la Corte de Casación de 26 de enero de 1996.

"realidad" de la suscripción basada en el argumento de la función que cumple el desembolso mínimo legal del capital social es sólo fruto de una equivocada superposición de ambas cuestiones. Es indudable, en efecto, que la exigencia legal de un desembolso mínimo inicial del valor de las acciones suscritas que no puede ser sometido a plazo es una medida legal dispuesta a los fines de garantizar que el capital social (en el momento de constitución de la sociedad y en el momento de una ampliación del capital social inicial) resulte real y efectivamente integrado<sup>757</sup>. La norma que impone dicho desembolso mínimo inicial trata de evitar el peligro (fundamentalmente en tutela de los intereses de terceros) de que el capital social quede respaldado patrimonialmente sólo por simples créditos de la sociedad frente a los socios o por bienes prometidos que no llegan a ser realmente adquiridos por la sociedad. Así se comprende que la tesis del carácter "real" del negocio de suscripción en nada ayuda a la consecución de este fin, porque se sitúa en un plano distinto —y anterior desde el punto de vista del procedimiento de aumento del capital en el que la suscripción se inserta— a aquél en el que tiene sentido la funcionalidad de la norma sobre el desembolso mínimo inicial. Esta norma impone el desembolso mínimo inicial como requisito para la perfección del proceso de aumento del capital (esto es, como requisito para la eficacia definitiva del aumento del capital acordado), pero no como requisito de perfección de cada suscripción individualmente considerada, respecto de la cuál dicha norma se limita a prever la inmediata exigibilidad de una parte de la aportación comprometida<sup>758</sup>.

---

<sup>757</sup> Por ejemplo, G. B. PORTALE, "Principio consensualistico e conferimento di beni in proprietà", *Riv. Soc.*, 1970, p. 948. En idéntico sentido, la doctrina alemana sostiene que la norma que exige el desembolso mínimo inicial de la cuarta parte del valor nominal de cada acción suscrita (§ 36 a AktG) es una norma dispuesta en defensa de la correcta formación del capital social (*Kapitalaufbringung*); por ejemplo, *vid.*, G. WIESNER, *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrecht*, IV, München, 1999, § 16, marginal 1; HÜFFER, *Aktiengesetz*, *cit.*, § 36 a, marginal 1.

<sup>758</sup> Por todos, *vid.*, GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale*, *cit.*, p. 247-255; el argumento fue sugerido ya por el Tribunal de apelación de Bari en la citada sentencia de 22 de mayo de 1980, donde se sostuvo que "l'inderogabilità della disciplina legislativa va considerata solo con riferimento al risultato finale del deliberato aumento di capitale (...), ma non può estendersi anche ai singoli atti della fattispecie, all'iter stesso del procedimento". Se discute, sin embargo, cuáles deben ser las vías de actuación de los administradores sociales (en cuanto representantes de la sociedad) ante el incumplimiento del suscriptor respecto del desembolso mínimo inicial. Para unos, el problema puede recibir adecuada solución mediante el recurso a los remedios generales frente al incumplimiento contractual junto con la aplicación analógica de la

4. A nuestro modo de ver, los argumentos sobre los que se basa la tesis de la "consensualidad" sostenida por la doctrina italiana mayoritaria resultan suficientemente esclarecedores para resolver la polémica en el Derecho español. En este sentido, no parece correcto utilizar las normas que imponen el desembolso mínimo inicial del capital social y el control de la realidad de las aportaciones (arts. 12, 152.3, 47.1, 34, 40 LSA y art. 166.4.1º RRM) para exceptuar el acto de suscripción de acciones del principio general de la consensualidad imperante en nuestro Derecho, que es, además, el que caracteriza también al contrato de sociedad<sup>759</sup>. Defender el carácter consensual del negocio de suscripción de acciones en relación con el desembolso inicial (incluso en la medida del desembolso mínimo legal) no tiene ninguna repercusión frente a la defensa de los principios de integridad y realidad del capital social que tratan de salvaguardar aquellas normas, ya que el problema planteado se sitúa en un momento anterior: se trata simplemente de determinar, en un momento en que todavía no puede hablarse de capital social *formado* sino *en vía de formación*, si ante la falta de desembolso del importe inicial de las acciones suscritas en el modo y plazo establecido en las condiciones de emisión la sociedad dispone o no de acción para exigir al suscriptor el cumplimiento de su obligación, o si la falta del

---

norma (art. 2344 *Cod. civ.*) sobre la mora en el pago de los dividendos pasivos (así, SPOLIDORO, "Commento all'art. 20 I", *cit.*, p. 171). Para otros, la situación debe ser resuelta mediante la posibilidad de reconocer a los administradores las mismas facultades que se reconocen a los promotores en la fundación sucesiva de la sociedad: el artículo 2334. II del *Codice civile* otorga a los promotores la posibilidad de reclamar el pago a los suscriptores morosos o resolver el contrato de suscripción exonerándoles de la obligación asumida (apunta esta solución, GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale*, *cit.*, p. 258).

<sup>759</sup> Tanto el artículo 1665 del Código Civil en relación con el contrato de sociedad civil, como el artículo 116 del Código de Comercio en relación con el contrato de sociedad mercantil configuran la aportación social como una obligación nacida del contrato de sociedad. Este contrato existe desde que se dan los elementos esenciales del contrato (consentimiento, objeto, causa, y, en su caso, forma, según el artículo 1261 C.c.) con arreglo a las normas generales (art. 117 C. de C.), y genera desde entonces, entre otras obligaciones, la obligación fundamental de aportar a fin de integrar el fondo común (*vid.*, por todos, C. PAZ-ARES, en R. Uría/A. Menéndez, *Curso de Derecho Mercantil*, I, Madrid, 1999, p. 440-442 y p.463-466). Por otro lado, es por todos reconocido el fenómeno de la progresiva erosión que venido sufriendo el modelo de contrato real, hasta el punto de que la doctrina actual pone en duda la subsistencia actual de la categoría de los contratos reales, incluso en relación con los contratos restitutorios, que son los contratos reales "típicos" (así ya, JORDANO BAREA, *La categoría de los contratos reales*, Barcelona, 1958, citado por Díez-Picazo, *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 139-140; LACRUZ BERDEJO, *Elementos de Derecho civil*, II, vol. 1º, *cit.*, p. 487-488).

desembolso inicial equivale a falta de suscripción. En otras palabras, las reglas sobre el desembolso mínimo inicial del valor nominal de las nuevas acciones y sobre la realidad y efectividad de la aportación inicial son reglas que deben quedar cumplidas en el momento final del proceso de la ampliación del capital (ya que de su cumplimiento depende que el aumento del capital quede válidamente ejecutado en la totalidad de la cifra acordada y pueda ser, en esta cifra, elevada la cuantía del capital en los Estatutos sociales e inscrita la modificación en el Registro Mercantil), pero no todavía —o no necesariamente— en un momento anterior en el que dicho proceso se encuentra todavía abierto.

Desde esta perspectiva —ya apuntada por alguno de nuestros autores<sup>760</sup>— se advierte que la tesis del carácter real del negocio de suscripción puede perjudicar (al menos en el caso del aumento del capital) el interés de la sociedad y amparar comportamientos abusivos. Si, por un lado, conforme al Ordenamiento español se considera legítimo, como regla general, espaciar temporalmente *dentro del proceso de aumento del capital* los actos de suscripción y de desembolso inicial (como muchas veces acontece en la práctica), y, por otro, se define la suscripción como una declaración de voluntad firme e irrevocable, la tesis de la *realidad* de la suscripción tendría como resultado que el suscriptor podría "revocar" el consentimiento ya prestado, simplemente, no desembolsando las acciones en el plazo o en el momento establecido para ello<sup>761</sup>. La sociedad debe tener reconocida, por esta razón, la posibilidad de exigir el cumplimiento de la obligación de aportar como opción previa a la resolución del negocio de

---

<sup>760</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, cit., p. 252.

<sup>761</sup> No es imposible, sin embargo, que el negocio de suscripción adquiriera carácter real por virtud de la voluntad de las partes. En efecto, aunque el modelo legal sea, a nuestro juicio, el del negocio de suscripción de carácter consensual, la sociedad puede configurar en las condiciones de la emisión este negocio como real, estableciendo una unidad cronológica entre la suscripción y el desembolso y prescribiendo este desembolso como requisito de perfección de la suscripción misma, de modo que si el desembolso inicial exigido no se produce, la suscripción (es decir, la declaración de voluntad) se entiende como no realizada. Así, sobre la legitimidad de configurar un negocio "atípico" de suscripción de carácter real por obra de la autonomía de la voluntad, GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale*, cit., p. 259-260.

suscripción<sup>762</sup>. Ahora bien, naturalmente, de las anteriores normas se desprende que si la sociedad no consigue que el suscriptor efectúe el desembolso inicial de las acciones suscritas en la cantidad exigida en las condiciones de emisión, las acciones no desembolsadas en absoluto no podrán computarse a efectos de integrar la nueva cifra del aumento del capital. El aumento del capital no podrá inscribirse (es más, ni siquiera podrá otorgarse la escritura del aumento) por la cifra acordada si ésta, a pesar de haber quedado íntegramente suscrita, no ha sido desembolsada en el importe inicial exigido.

### 3. La solución al aumento incompleto por falta del desembolso inicial de algunas de las acciones suscritas: ¿aplicación del artículo 161?

1. Según ha quedado visto, una de las principales consecuencias que se derivan de la posibilidad de espaciar en el tiempo la suscripción y el desembolso inicial de las nuevas acciones emitidas, por un lado, y, por otro, de la consideración de la suscripción de acciones (al menos en el contexto de un aumento del capital) como un negocio, como regla general, de carácter consensual, es la posibilidad de que la sociedad exija al suscriptor el desembolso inicial fijado en las condiciones de emisión sobre la base de la declaración de voluntad previamente manifestada. Con todo, si la reclamación extrajudicial

---

<sup>762</sup> Es discutible la cuestión de los remedios de los que puede hacer uso la sociedad ante el impago de este desembolso mínimo inicial. Entre la doctrina se ha insinuado la posibilidad de aplicar por analogía el régimen dispuesto en la Ley (art. 45 LSA) para reclamar el pago de los dividendos pasivos (SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*, cit., p. 252; también la citada STS de 29 de septiembre de 1993). No obstante, mayoritariamente se sostiene que el carácter extraordinario y excepcional de este régimen frente al régimen general para reclamar el cumplimiento de las obligaciones no lo hace susceptible de aplicación analógica a otros fenómenos que no son, en sentido estricto, dividendos pasivos (así, BELTRÁN, *Los dividendos pasivos*, cit., p. 30 y 36; OTERO LASTRES, "Dividendos pasivos", cit., p. 245-246; LÓPEZ ORTEGA, *Los dividendos pasivos*, cit., p. 84 y ss.), de manera que la sociedad sólo podría exigir el pago acudiendo a las normas generales sobre el incumplimiento de las obligaciones (LÓPEZ ORTEGA, *Los dividendos pasivos*, cit., p. 91 y 97). Para otros, en relación con las sociedades de responsabilidad limitada, el problema del incumplimiento de la obligación de desembolso total por parte de alguno o algunos de los socios, podría encontrar adecuada respuesta mediante la aplicación del artículo 170 del Código de Comercio, que pertenece a la parte general de las sociedades mercantiles que se contiene en el Código, y que otorga a la sociedad la opción entre proceder ejecutivamente contra los bienes del socio incumplidor o excluirle de la sociedad (CARLÓN, "La falta de desembolso íntegro", cit., p. 108-110). Aunque es muy dudosa la posible aplicación actual de este precepto en relación con las sociedades anónimas y con las sociedades de responsabilidad limitada —ya que ha de entenderse probablemente derogado para ambas

resulta infructuosa, es muy probable que a la sociedad no le quede más remedio que acudir a un juicio declarativo conforme a las normas generales para reclamar el cumplimiento de las obligaciones. En estas circunstancias, no puede olvidarse que la lentitud del proceso judicial haría fracasar probablemente la ampliación del capital, que, entre tanto, no podría ser inscrita en el Registro Mercantil por la cifra acordada (con la consiguiente posibilidad del resto de suscriptores de exigir la devolución de las aportaciones realizadas en base al artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas). Por esta razón, la sociedad debe tener reconocida, como alternativa a la reclamación judicial del desembolso, la posibilidad de optar por la simple resolución del negocio de suscripción celebrado con el suscriptor que incumplió con la obligación del desembolso mínimo inicial<sup>763</sup>. En este caso, las acciones afectadas quedarían vacantes, llegándose, de este modo, a un supuesto de aumento incompleto del capital.

2. Ante la pregunta sobre si este supuesto de aumento incompleto debe recibir solución mediante la aplicación del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas, varias son las razones para propugnar una respuesta negativa:

a) En primer lugar, la tesis de la consensualidad del negocio de suscripción determina que se esté ante dos supuestos de aumento incompleto diferentes y no equiparables. En el supuesto objeto de la regulación legal, la causa que determina que el aumento resulte incompleto es la falta de compromisos de aportación en

---

formas sociales por virtud de sus respectivas leyes especiales— puede ser, sin embargo, un referente importante que sugiere una solución no descartable.

<sup>763</sup> Éste es, por lo demás, el planteamiento de la doctrina alemana. Partiendo de que basta, a fin de cumplir con el imperativo legal del desembolso inicial mínimo del 25% del valor nominal de las nuevas acciones (§ 36 a 1 y § 188. 3 AktG), con que el suscriptor efectúe el desembolso inicial antes de que los administradores soliciten la inscripción de la ejecución del aumento en el Registro Mercantil (*vid. supra* Capítulo 6º, II, 1., en nota), la doctrina sostiene que en caso de demora por parte del suscriptor en el cumplimiento de esta obligación, la sociedad puede reclamar al suscriptor dicho cumplimiento incrementado con el resarcimiento de los posibles daños derivados de la demora (*Verzugschaden*) y con la petición de intereses moratorios (*Verzugzinsen*). Ahora bien, como la reclamación puede hacer fracasar el aumento por el transcurso del plazo establecido para efectuar la inscripción en el Registro Mercantil (§ 185 1.3.4º) —ya que mientras que el aumento no resulte integrado efectivamente por dicho desembolso mínimo, los administradores no pueden solicitar la inscripción—, la sociedad puede optar simplemente por desistir del contrato de suscripción y excluir al suscriptor del aumento en base al § 326 BGB (*vid.*, sobre todo, HEFERMEHL/BUNGEROTH, *AktG Komm.*, *cit.*, § 185, marginales 111 y 112).



cantidad suficiente para cubrir el total de la cifra de aumento acordada. La insuficiencia de compromisos de aportación (que impide que la sociedad pueda contar con el recurso de exigir el desembolso de las acciones sobrantes) se sitúa, como decíamos, en el plano de la voluntad, habida cuenta de que la suscripción (la declaración de voluntad de adquirir un determinado número de nuevas acciones) es un acto completamente voluntario para los destinatarios de la emisión. Por el contrario, el supuesto de aumento incompleto que ahora se discute tiene su causa en una situación que se encuadra en el plano de la ejecución de una obligación nacida de una declaración de voluntad que, aunque era voluntaria para el sujeto que la emite, ya ha sido manifestada. Se trata, en definitiva, de un simple supuesto de incumplimiento del compromiso de aportación ya asumido por el suscriptor.

b) Si esto es así se comprende la inconveniencia de extender la aplicación de la referida norma al supuesto en examen. En nuestra opinión, el legislador no estaba pensando en este supuesto cuando elaboró la solución incorporada al artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas. Si nos remontamos a los precedentes de la elaboración de la norma "madre" (el artículo 28 de la Segunda Directiva), se advierte que la discusión estaba fundada en la *inexistencia de la obligación de suscribir* como principio básico en materia de aumento del capital con emisión de nuevas acciones con carácter oneroso, principio que generaba el riesgo (inherente, por tanto, a toda operación de aumento del capital social en la que concurrieran estas características) de que la cifra acordada no resultara cubierta en su totalidad por falta de suficiente cantidad de suscripciones. Y ante esta situación, el legislador trató de arbitrar una solución a la vista de la composición de los distintos y legítimos intereses que podían verse afectados por aquélla. Por el contrario, el aumento incompleto generado por la falta del desembolso inicial del valor de las acciones que ya han sido previamente suscritas tiene su germen en una situación de *incumplimiento* —protagonizado por uno o varios de los sujetos que han suscrito el aumento— *de una obligación ya existente*, y este hecho diferencial determina que la composición de intereses afectados sea también diferente de la que subyace a la regulación del aumento incompleto por falta de íntegra suscripción. El supuesto de aumento incompleto

que ahora se cuestiona no representa en sí mismo un riesgo implícito a la operación de aumento por su propia naturaleza, sino que es el resultado de una circunstancia, que aunque posible, es "patológica" en el devenir de la ejecución del aumento.

c) Sobre esta base, cabe deducir que la aplicación del artículo 161 a este particular supuesto de aumento incompleto en nada beneficia a los distintos intereses (esto es, a los intereses legítimos susceptibles de tutela) que pueden verse afectados por dicha situación de incumplimiento. La norma establece la ineficacia del aumento del capital en su totalidad (ineficacia del acuerdo de aumento) como regla general. Como se recordará, esta solución normativa estuvo fundamentada, sobre todo, en el deseo de tutelar el interés presumible de los suscriptores, concretado en la recuperación del importe satisfecho y en la desvinculación respecto de un aumento del capital en el que la cifra prevista no había podido ser alcanzada, muy probablemente, por falta de suficiente interés o de suficiente confianza en la operación por parte del conjunto de destinatarios de la emisión. Y en atención a este último interés (el de los suscriptores) es también por lo que se estableció que la sociedad sólo podía exceptuar la referida regla general mediante la oportuna previsión en contrario expresada en las condiciones de la emisión, comunicando, así, en las condiciones de la oferta a los hipotéticos y futuros suscriptores que la suscripción que realicen será firme con independencia del volumen de acciones que consiga ser colocado.

Pues bien, este interés presunto de los suscriptores ante la circunstancia de una suscripción incompleta del aumento del capital no concurre en el aumento incompleto a consecuencia de la falta del desembolso inicial por parte de alguno o algunos de los suscriptores, dado que, en este caso, no es tanto que la operación no haya resultado cubierta por falta de interés del conjunto de destinatarios de la oferta (es decir, que el aumento incompleto refleje el juicio negativo de los destinatarios de la emisión), como que el aumento incompleto es el resultado de un simple incumplimiento de las obligaciones asumidas por alguno de los sujetos que manifestaron su adhesión al aumento. No parece, en efecto, que en este concreto caso esté presente un interés de los suscriptores susceptible de quedar

protegido mediante la regla de la ineficacia del aumento del capital en su totalidad. De hecho lo razonable es pensar que si el aumento fue suscrito en su totalidad, los suscriptores estarán interesados en mantener la eficacia de los negocios de suscripción, de modo que la situación de incumplimiento debe afectar exclusivamente al sujeto incumplidor, proyectando sus efectos ablativos sólo sobre la parte del aumento del capital que no haya sido cubierta debido a esta circunstancia.

Lo mismo hay que concluir, en fin, si se analiza la situación desde la perspectiva del interés de la sociedad. Aunque otra cosa pudiera, quizá, haber estado en la mente del legislador, la realidad práctica ha demostrado que, por lo general, la sociedad prefiere optar por la eficacia del aumento del capital aunque no se haya obtenido el total de la cifra acordada. Si la sociedad no previó la suscripción incompleta en las condiciones de emisión (por un simple olvido, por desconocimiento de la normativa legal, o, tal vez en la confianza de que la suscripción sería completa —ya sea porque la emisión se encontraba asegurada, o porque los destinatarios de la misma habían manifestado previamente su intención de concurrir al aumento—), el solo incumplimiento de la obligación de desembolso por parte de alguno de los suscriptores haría fracasar por completo la operación de aumento con el consiguiente perjuicio del interés social.

### III. EL AUMENTO INCOMPLETO SOBREVENIDO COMO CONSECUENCIA DE LA RESTITUCIÓN DE APORTACIONES POR FALTA DE INSCRIPCIÓN DEL AUMENTO DEL CAPITAL EN EL REGISTRO MERCANTIL

1. Como es sabido, frente a las disfunciones que el orden legal precedente (Ley de Sociedades Anónimas de 1951 y Reglamento del Registro Mercantil de 1956) provocó en la práctica debido a la ausencia de una norma que impusiera el reflejo registral de la ejecución del aumento del capital<sup>764</sup>, la Ley de Sociedades Anónimas vigente obliga a la sociedad a presentar a inscripción en el Registro Mercantil los documentos acreditativos de la ejecución del aumento (art. 162). A estos efectos, establece un determinado plazo (que, por razón de su previsión imperativa en la Ley, adquiere el carácter de *plazo legal*) durante el cual la sociedad ha de cumplir con aquella obligación, so pena de quedar expuesta a las solicitudes de restitución de las aportaciones que pudieran presentar aquéllos que suscribieron las acciones emitidas dentro del plazo de suscripción.

A raíz de la reforma operada en el referido precepto por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, reguladora del Mercado de Valores (disp. ad. 15ª), la mecánica de este específico supuesto de restitución de las aportaciones efectuadas como consecuencia de la suscripción de acciones en el contexto de una operación de aumento del capital social difiere parcialmente en función de si la sociedad ha debido acogerse al sistema general de la *inscripción simultánea* del acuerdo de aumento y de su ejecución en el Registro Mercantil (*vid.* art. 162.1 LSA), o de si, tratándose de una sociedad cotizada, ha preferido optar por el (nuevo) sistema excepcional de la *doble inscripción* (o inscripción diferida) del acuerdo de aumento y de la ejecución del mismo (*vid.* art. 162.2 LSA). Para el primer caso, la Ley establece que los *suscriptores* podrán pedir la resolución de la obligación de aportar y exigir la restitución de las aportaciones ya realizadas si, transcurridos seis meses desde que se abrió el plazo de suscripción, no se hubieran presentado a inscripción en el Registro Mercantil los documentos acreditativos de la ejecución del aumento

---

<sup>764</sup> *Vid. supra*, Capítulo 1º, I, 2.

(art. 162.3 LSA)<sup>765</sup>. Para el segundo, partiendo de la previa inscripción del acuerdo de aumento y del carácter de *cotizada* de la sociedad emisora, la Ley establece que, transcurrido un año desde la conclusión del plazo de suscripción sin que se haya presentado a inscripción en el Registro Mercantil la escritura de ejecución del acuerdo, el registrador (de oficio o a instancia de cualquier interesado) procederá a la cancelación de la precedente inscripción del acuerdo de aumento (art.162.4 LSA), tras la cual los *titulares* de las nuevas acciones emitidas podrán pedir igualmente la resolución de la obligación de aportar y la restitución de las aportaciones ya realizadas (art. 162.5 LSA por remisión al art. 162.3 LSA).

El citado artículo 162 plantea múltiples interrogantes, especialmente después de esta última (y, quizá, no del todo afortunada) reforma. Uno de ellos, el que interesa a efectos de este trabajo, se deriva de la ausencia de suficiente claridad normativa en la regulación del ejercicio del referido derecho de restitución, así como respecto de las consecuencias que éste habrá de tener en el contexto más general de la operación de aumento.

2. Según se advierte a la vista de la propia literalidad de la norma — y frente a otros modelos de solución presentes en el panorama legislativo comparado<sup>766</sup>—, la Ley española no ha optado por un sistema de ineficacia automática del aumento del capital por el transcurso del plazo legal para solicitar la inscripción de la ejecución del aumento en el Registro Mercantil. A diferencia de este sistema, la norma se limita a establecer un derecho o facultad (de doble contenido: resolutoria y restitutoria) otorgada individualmente a todos y cada uno

---

<sup>765</sup> El artículo 162.3 de la Ley de Sociedades Anónimas era, antes de la mencionada reforma de 1998, el antiguo artículo 162.2, cuya redacción original no ha variado. Esta solución se incorporó prácticamente sin cambios a la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada de 1995, cuyo artículo 78.3 otorga a los socios de la sociedad limitada idéntico derecho de restitución de las aportaciones si los documentos acreditativos de la ejecución del aumento no han sido presentados en el Registro Mercantil una vez transcurridos seis meses desde que se abrió el plazo para asumir el aumento.

<sup>766</sup> Vid. *supra* Capítulo 2º, II, 2.2., B.

de los suscriptores<sup>767</sup>. De la norma se desprende que este específico derecho participa de la naturaleza de los derechos potestativos, de modo que, en caso de ser ejercitado, genera la sujeción de la sociedad en cuanto a la restitución. Pero no determina (o, al menos, no en principio) la obligación de la sociedad de restituir las aportaciones a todos y cada uno de los suscriptores por el mero transcurso del plazo legal para inscribir la ejecución del aumento en ausencia de la oportuna y expresa reclamación por parte de éstos<sup>768</sup>.

Ésta es, por lo demás, la interpretación que han ofrecido los pronunciamientos judiciales que han resuelto sobre esta cuestión, así como la

---

<sup>767</sup> Ciertamente, desde el punto de vista de la seguridad jurídica la opción en favor de un sistema automático quizá hubiera sido más adecuado. En este sentido conviene indicar que la solución finalmente acogida por la norma que examinamos fue, en efecto, criticada por alguno de nuestros autores durante el proceso de reforma que culminó con la aprobación del vigente Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989. Así, valga recordar que, si bien sobre la base del sistema de la doble inscripción del aumento (inscripción separada del acuerdo y de su ejecución) que había sido proyectado (cfr. art. 99 del Anteproyecto de Ley de Reforma parcial y de Adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la CEE en materia de sociedades), se sostuvo que, a fin de evitar los problemas de incertidumbre y de falta de uniformidad en el desenlace de la operación provocados por el sistema de solicitud de restitución de las aportaciones para el supuesto de falta de inscripción de la ejecución del aumento, debería haberse optado por un sistema distinto, a saber, que transcurridos los seis meses (o el plazo que se estimara oportuno) el Registrador pudiera cancelar de oficio el aumento no debidamente formalizado, estando la sociedad obligada a restituir las aportaciones sin necesidad de reclamación (SÁNCHEZ ANDRÉS, "Aumento y reducción", *cit.*, p. 378-379). Pero más allá de poder constituir una propuesta de *lege ferenda* no parece que esta interpretación pueda ser sostenida a la luz de la literalidad de la norma vigente. Si la elección del legislador hubiera sido en favor de un sistema automático de ineficacia del aumento y consiguiente devolución de las aportaciones a todos los suscriptores sin necesidad de reclamación, lo lógico es que se hubiera expresado en términos distintos de los que se utilizan en la redacción normativa del artículo 162.3 de la Ley de anónimas, por ejemplo, declarando la ineficacia del acuerdo de aumento y la obligación de los administradores de proceder a la restitución de las aportaciones de manera análoga a como se establece en el caso de la suscripción incompleta (art. 161.2 LSA). Por el contrario, el artículo 162.3 hace depender de modo claro dicha restitución del ejercicio de un derecho potestativo a ellos reconocido ("Los suscriptores....., pero pueden pedir la resolución de dicha obligación y exigir la restitución de las aportaciones realizadas...")

<sup>768</sup> Además hay que tener en cuenta que la opción por un sistema de ineficacia automática del aumento por el mero transcurso del plazo legal para inscribir el aumento puede acarrear algunas consecuencias no deseables. La fórmula de la ineficacia automática del aumento y de la consiguiente resolución automática de las suscripciones dejaría en manos de la sociedad —en rigor, de los administradores— la viabilidad del aumento del capital ya ejecutado, puesto que sería suficiente para desistir de la operación dejar transcurrir el plazo establecido para inscribir el aumento. En otros términos, se estaría dejando en manos de la sociedad —y, además, a un bajo coste— la posibilidad de desvincularse de las obligaciones asumidas frente a los suscriptores derivadas de la ejecución del acuerdo de aumento mediante la simple demora en la solicitud de la inscripción de dicha ejecución en el Registro Mercantil (CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", *cit.*, p. 777-779).

defendida mayoritariamente por la doctrina que se ha ocupado del tema<sup>769</sup>. Con particular referencia a los supuestos que caen bajo el ámbito de aplicación de los apartados 1º y 3º del artículo 162 (no respecto de los que se subsumen en los —nuevos— apartados 2º, 4º y 5º del mismo precepto), se insiste en la idea de que, si los suscriptores no solicitan la resolución y la restitución de las aportaciones, es posible practicar la inscripción del aumento aún cumplido el plazo legal de los seis meses establecido por el artículo 162.3 a este fin, puesto que el transcurso de este plazo no exime a la sociedad de su obligación de inscribir la operación en el Registro Mercantil. Así, si ningún suscriptor ha ejercitado su derecho a la restitución, la sociedad seguirá estando obligada a solicitar dicha inscripción<sup>770</sup>, cesando el derecho de los suscriptores a solicitar la

---

<sup>769</sup> SACRISTÁN REPRESA, "Aumento del capital", *cit.*, p. 289; CABANAS TREJO/MACHADO PLAZAS, *Aumento del capital y desembolso anticipado*, *cit.*, p. 120; DE LA CÁMARA, *El capital social*, *cit.*, p. 501-502; en relación con la norma paralela aplicable a la sociedad de responsabilidad limitada (art. 78.3 LSRL) se pronuncian en análogo sentido, SACRISTÁN BERGIA, "Una aproximación al derecho a la restitución", *cit.*, p. 303 y ss.; BERCOVITZ, "Modificación del capital social", *cit.*, p. 493; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital social", *cit.*, p. 287 y 296-297; MACHADO PLAZAS/MERCADAL VIDAL, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital social", *cit.*, p. 787-788; URÍA/MENÉNDEZ/IGLESIAS PRADA, en Uría/Menéndez, *Curso de Derecho Mercantil*, I, *cit.*, 1185-1186; no obstante, *vid.* ÁVILA DE LA TORRE, *La modificación de estatutos*, *cit.*, p. 418, para quien la falta de inscripción del aumento dentro del plazo legal se reconvierte *ministerio legis* en una condición resolutoria del aumento del capital, que borra sus efectos y obliga a la sociedad a volver a la situación anterior al acuerdo de aumento.

En la jurisprudencia, *vid.* la SAP de Barcelona de 20 de diciembre de 1996 (RGD, nº 636, 1997, p. 11571 y ss.), que ante un caso de reclamación de devolución de las aportaciones efectuada frente a la sociedad por determinados socios suscriptores del aumento con base en el transcurso del plazo de seis meses sin presentar en el Registro los documentos acreditativos de la ejecución del mismo, sostuvo, entre otras cosas, que la norma de referencia (art. 162.3 (nuevo) LSA) no establece la ineficacia automática del aumento por el transcurso del plazo de seis meses, sino que solamente faculta a los suscriptores para que, transcurrido dicho plazo sin presentación ante el Registro Mercantil de la documentación acreditativa, puedan, si lo estiman conveniente, solicitar la resolución del negocio de suscripción y la restitución de sus aportaciones. De la misma manera lo ha entendido el Tribunal Supremo en Sentencia de 30 de marzo de 1999 (*La Ley*, 27 de mayo de 1999, p. 8-9; Ar. RJ 2420), que, confirmando la Sentencia del JPI de Albacete de 28 de junio de 1994, insiste en que la resolución y restitución de lo aportado no se produce *ipso iure* transcurridos los seis meses sino que es una facultad que la norma concede a los suscriptores, los cuales podrán o no ejercitarla.

<sup>770</sup> *Vid.*, en el mismo sentido, la citada SAP de Barcelona de 20 de diciembre de 1996 y la también citada STS de 30 de marzo de 1999, declarando expresamente que si los suscriptores no solicitan la resolución y restitución de las aportaciones es posible practicar la inscripción del aumento aún después de transcurrido el plazo de los seis meses. En la doctrina, SACRISTÁN REPRESA, "Aumento del capital", *cit.*, p. 289; CABANAS TREJO/MACHADO PLAZAS, *Aumento del capital y desembolso anticipado*, *cit.*, p. 120; respecto de la sociedad de responsabilidad limitada, URÍA/MENÉNDEZ/IGLESIAS PRADA, en Uría/Menéndez, *Curso de Derecho Mercantil*, I,

restitución de las aportaciones una vez inscrito el aumento y aunque la inscripción se haya practicado después del plazo de seis meses<sup>771</sup>.

De la norma se desprende, además, que la Ley otorga a los suscriptores un derecho o facultad que es ejercitable individualmente, de modo que la sociedad sólo tiene el deber de devolver las aportaciones y resolver la obligación de aportar respecto de aquéllos que expresamente han ejercitado este derecho, pero no respecto de los demás<sup>772</sup>. Es precisamente esta última idea la que da origen a la

---

*cit.*, p. 1186; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital social", *cit.*, p. 296; SACRISTÁN BERGIA, "Aproximación al derecho a la restitución", *cit.*, p. 304.

<sup>771</sup> En similar sentido, BERCOVITZ, "Modificación del capital social", *cit.*, p. 493; CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", *cit.*, p. 781. No obstante, conviene precisar que el hecho que paralizaría ulteriores demandas de restitución cumplidos el referido plazo de seis meses no sería tanto la inscripción del aumento como la simple presentación en el Registro Mercantil de los documentos acreditativos de la ejecución.

Conforme al Derecho alemán, la inscripción en el Registro Mercantil de un aumento del capital cuya suscripción ha devenido *no vinculante* por el transcurso del plazo establecido en el Boletín de suscripción (*Zeichnungsschein*) para inscribir la ejecución del aumento puede tener efectos sanatorios. Como se recordará, el transcurso del plazo fijado tiene como consecuencia la *Unverbindlichkeit* de los contratos de suscripción (§ 185.1.3.4º AktG). Esta *Unverbindlichkeit* (cuyos efectos son similares a los de la nulidad (*Nichtigkeit*) de la suscripción, con la única diferencia de que mientras que en el caso de la nulidad se considera que la suscripción nunca fue válida, en el caso de la *Unverbindlichkeit* la suscripción fue en un primer momento válida, pero perdió sobrevenidamente su eficacia por la demora en la inscripción del aumento, *vid.* LUTTER, *Kölner Komm.*, *cit.*, § 185, marginal 56) se produce de forma uniforme respecto de todas las suscripciones, con la consecuencia del fracaso total del aumento del capital (LUTTER, *Kölner Komm.*, *cit.*, § 185, marginal 29). Ello impide ya solicitar válidamente la inscripción del aumento en el Registro Mercantil, pues el registrador debe examinar el contenido de la solicitud y rechazar de oficio la inscripción cuando ha transcurrido el plazo previsto (por ejemplo, KRIEGER, *Münchener Handbuch*, IV, *cit.*, § 56, marginal 104; sobre la posibilidad de salvar todavía el aumento del capital en estas circunstancias mediante la renovación (*Erneuerung*) de las suscripciones anteriormente efectuadas, D. KLEVEMAN, "Heilung einer gescheiterten Kapitalerhöhung", AG, 1993, nº 6, p. 273 y ss.). Pero si, no obstante, la inscripción de la ejecución del aumento llega a ser practicada, los suscriptores no podrán ya invocar el carácter no vinculante de la suscripción cuando, tras dicha inscripción, hayan ejercitado derechos de socio (*v. gr.*: participación en una Junta general o cobro de dividendos) o hayan cumplido con alguna obligación inherente a la condición de accionista (§ 185.3 AktG).

<sup>772</sup> En contra, únicamente DE LA CÁMARA, *El capital social*, *cit.*, p. 502, para quien si algún suscriptor ejercita el derecho, la sociedad debe proceder a la devolución de las aportaciones también a los demás. Como decíamos, la exigencia de una demanda expresa por parte de los suscriptores para que la sociedad proceda a efectuar la restitución es también el sistema seguido por las legislaciones belga y francesa (así, respectivamente, *cfr.* art. 34.3º del Código de Comercio belga y arts. L. 225-144.3º y L. 225-11.2º del *Code de Commerce* francés de 2000 —antes arts. 191.3º y 83.2º de la *Loi des Sociétés Commerciales* de 1966—). Partiendo de que el modelo normativo francés fue el modelo tomado como referencia por el legislador español en la redacción del actual artículo 162.3 de la Ley de anónimas (*vid. supra* Capítulo 2º, II, 2.2., B), ha de advertirse, sin embargo, que en este concreto aspecto el modelo francés no ha sido seguido en su



cuestión que ahora nos ocupa, pues el ejercicio de este específico derecho de restitución/resolución puede dar lugar a que un aumento del capital originariamente "completo" (es decir, un aumento del capital que ha sido íntegramente suscrito dentro del plazo de suscripción) quede posteriormente incompleto de forma sobrevenida. En efecto, si la Ley otorga a los suscriptores un derecho de restitución/resolución que es ejercitable de manera individual y que sólo genera la obligación de la sociedad de restituir las aportaciones y/o resolver la obligación de aportar respecto de aquéllos que expresamente hayan ejercitado su derecho, la pregunta obligada es, entonces, qué consecuencias para la eficacia de la operación de aumento se derivarán del hecho de que unos suscriptores soliciten la restitución de las aportaciones y otros no. A este interrogante el artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas no ofrece respuesta. Conviene advertir que la solicitud por el suscriptor de la restitución de las aportaciones realizadas y de la resolución de la obligación de efectuar las aportaciones pendientes implican algo más que un simple acto de devolución de las cantidades satisfechas por aquél. La restitución de las aportaciones y la resolución de la obligación de aportar llevan consigo la *ruptura del vínculo* creado entre la sociedad y el suscriptor con motivo de la suscripción de las nuevas acciones emitidas y, consecuentemente, la *resolución del negocio de suscripción* previamente celebrado: si esto es así, las acciones suscritas por aquel o aquellos suscriptores que ejercitaron el referido derecho de restitución quedarían vacantes y no podrían computarse para integrar la nueva cifra de capital, dando lugar, así, a un fenómeno de *aumento incompleto sobrevenido*.

---

totalidad. En efecto, el modelo francés otorga igualmente a todos y cada uno de los suscriptores un derecho a solicitar la restitución que debe ser ejercitado expresamente para que la sociedad proceda a efectuar dicha devolución, pero establece un sistema de restitución basado en el nombramiento de un mandatario, a través de la solicitud judicial realizada por cualquier suscriptor, que se encargará de retirar los fondos y repartirlos *a todos los suscriptores y no sólo a aquél que lo hubiera solicitado* (vid. arts. L. 225-144.3º y L. 225-11.2º del *Code de Commerce*). En otras palabras, en el sistema francés la sociedad sólo estará obligada a restituir cuando algún suscriptor lo solicite utilizando los cauces previstos por la Ley para tal fin. Pero la solicitud de cualquiera de ellos, constituye a la sociedad en el deber de devolver las aportaciones a todos ellos y no sólo a aquél que hubiera iniciado los trámites. A diferencia de este sistema, insistimos, el legislador español parece optar por un sistema de restitución y resolución individual respecto de cada suscriptor, que no obliga a la sociedad respecto de aquéllos que no han ejercitado su derecho.

3. En relación con la sociedad de responsabilidad limitada —respecto de la cual, como es sabido, el artículo 78 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada otorga un derecho de restitución a semejanza de lo prescrito por el artículo 162.3 de la Ley de anónimas— no ha faltado quien defienda que, en este caso, se está ante un particular supuesto de aumento incompleto del capital social que debe atraer hacia sí la aplicación de la normativa legal reguladora del aumento incompleto. En otras palabras, el problema de la eficacia o ineficacia del posible aumento incompleto sobrevenido del capital social como consecuencia del ejercicio del derecho de restitución de las aportaciones reconocido en el citado artículo 78.3 debe ser resuelto —según esta opinión— mediante la aplicación del artículo 77 del mismo cuerpo legal, que, como ya hemos indicado en repetidas ocasiones, regula específicamente el supuesto del *aumento incompleto* por referencia al aumento no desembolsado íntegramente dentro del plazo establecido para ello. Conforme a este último precepto, a menos que el acuerdo de aumento hubiera establecido lo contrario, el capital podría ser aumentado en la cuantía desembolsada por aquéllos que no hayan ejercitado su derecho de restitución, sin quedar afectada, en principio, la eficacia de la operación de aumento en su totalidad. El aumento del capital sufriría, así, una reducción cuantitativa a petición del socio que ejercita el derecho reconocido en el artículo 78.3, que obligaría a los administradores de la sociedad a ajustar la cifra definitiva del aumento en función de los derechos de restitución ejercitados<sup>773</sup>.

Esta última opinión obliga a plantear si la solución arbitrada en el ámbito de la sociedad de responsabilidad limitada resulta trasladable al contexto de la sociedad anónima. Algunos se han pronunciado en el mismo sentido, estimando que debe aplicarse a este particular supuesto de aumento incompleto sobrevenido la norma sobre el aumento del capital no suscrito íntegramente en el plazo establecido para la suscripción (art. 161 LSA)<sup>774</sup>. Sin embargo, es preciso

---

<sup>773</sup> Así, aún reconociendo que el supuesto cuestionado es distinto del que contempla el artículo 77 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada, SACRISTÁN BERGIA, "Una aproximación al derecho a la restitución", *cit.*, p. 306.

<sup>774</sup> DE LA CÁMARA, *El capital social*, *cit.*, p. 502; apunta también esta solución, SACRISTÁN REPRESA, "El aumento del capital", *cit.*, p. 288.

recordar que, en relación con la sociedad anónima, la solución legal al aumento incompleto es, precisamente, la inversa que la que está prevista para la sociedad de responsabilidad limitada: ejercitado por parte de algún suscriptor el derecho de restitución reconocido en el artículo 162.3 el aumento del capital quedaría, como regla general, totalmente ineficaz, a menos que la sociedad hubiera previsto la eficacia parcial del mismo en las condiciones de emisión.

Esta diferencia de regulación induce a dudar de que, para la sociedad anónima, la solución al problema del aumento incompleto sobrevenido a consecuencia del ejercicio del derecho de resolución/restitución por falta de solicitud de inscripción del aumento en el plazo legal mediante la aplicación analógica de la norma sobre suscripción incompleta sea la solución más adecuada a la vista de los intereses en juego. Por otro lado, estimamos que la aplicación analógica de dicha norma no puede realizarse sin elaborar un previo juicio de analogía que, tras identificar suficiente identidad de razón entre ambos supuestos, justifique la subsunción del supuesto controvertido dentro del supuesto de hecho legal. A nuestro juicio, y como trataremos de demostrar, en el presente caso la señalada identidad de razón no alcanza el grado necesario para justificar la extensión de la disciplina de la suscripción incompleta del aumento del capital contemplada en el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas a este otro supuesto de aumento incompleto. Aún así, tras la mencionada reforma operada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, la búsqueda de una solución para la cuestión planteada debe realizarse por separado en función de los dos diferentes sistemas de inscripción del aumento del capital en el Registro Mercantil, toda vez que el otorgamiento legal del referido derecho de resolución/restitución (*cfr.* art. 162.3º LSA y art. 162.4º y 5º LSA) puede encontrar distinto fundamento.

# **1. El aumento incompleto como consecuencia del ejercicio del derecho de resolución/restitución ex artículo 162.3 de la Ley de Sociedades Anónimas**

## **1.1. El fundamento de la norma**

1. La búsqueda de una solución al problema del aumento incompleto derivado del ejercicio del derecho reconocido en el artículo 162.3 de la Ley de Sociedades Anónimas debe partir necesariamente de la *ratio* o fundamento de dicho precepto. A este respecto, no es dudoso que la norma en él contenida viene a establecer una específica facultad resolutoria/restitutoria que se otorga en interés y en defensa de los suscriptores<sup>775</sup>. Aunque la redacción literal del precepto no lo manifieste expresamente, se comprende que la solicitud de restitución de las aportaciones realizadas y la solicitud de resolución de la obligación de efectuar las aportaciones debidas determinan la ruptura del vínculo creado entre la sociedad y el suscriptor con motivo de la suscripción, como consecuencia, en definitiva, de la resolución del negocio de suscripción previamente celebrado. A su vez, la obligación de devolver las aportaciones realizadas y de cancelar la deuda de aportación tras la solicitud presentada por los suscriptores obliga a la sociedad a amortizar las acciones correspondientes (cuyo valor ya no podrá ser computado a efectos de la cifra del capital social) de manera muy similar a lo que acontece cuando se ejercita el derecho de separación de los accionistas en los supuestos legalmente previstos.

2. Sobre esta base cabe preguntarse el porqué del otorgamiento a los suscriptores de este derecho de resolución del vínculo societario. A nuestro entender, dos son, al menos, las interpretaciones que, en hipótesis, pueden ser sostenidas. Bien entender que el artículo 162.3 simplemente pretende proteger a los suscriptores contra la fijación de períodos de suscripción demasiado largos, o bien entender que la norma pretende fomentar la constancia registral de los aumentos de capital en beneficio fundamentalmente de aquellos que han tomado parte en la operación en calidad de suscriptores, estableciendo un mecanismo de tutela que les permite protegerse de la demora de la sociedad en la práctica de las actuaciones necesarias para tal inscripción, ya se deba esta demora a causas ajenas a la voluntad de la sociedad, o a la simple culpa o negligencia del órgano social encargado de realizarlas.

---

<sup>775</sup> Así, CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", *cit.*, p. 783; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, "El capital autorizado", *cit.*, p. 228; R. URÍA/A. MENÉNDEZ/J. GARCÍA DE ENTERRÍA, en R. Uría/A. Menéndez, *Curso de Derecho Mercantil*, I, Madrid, 1999, *cit.*, p. 960.

El hecho de que la norma establezca expresamente como *dies a quo* para el cómputo del período de seis meses el momento de la apertura del período de suscripción, aboga en apariencia por la primera de las anteriores interpretaciones<sup>776</sup>. De otra manera, esto es, si la Ley hubiera querido arbitrar un mecanismo de protección de los suscriptores frente a la demora de la sociedad en el inicio de los trámites dirigidos a la inscripción, hubiera sido más coherente hacer coincidir aquel *dies a quo* con el día de cierre del plazo de suscripción<sup>777</sup>.

Frente a esta interpretación, sin embargo, puede argumentarse que si aquél hubiera sido, en efecto, el deseo del legislador lo hubiera hecho constar expresamente —de igual manera que lo hace, por ejemplo, respecto de la duración mínima del plazo para la suscripción preferente (art. 158.1 LSA)— utilizando una fórmula más directa y declarando la caducidad del acuerdo de aumento por transcurso del plazo. Además, no se aprecia la razón por la que, desde la legislación societaria, se quiera limitar la libertad de la sociedad en la configuración de la duración del plazo de suscripción y proteger a los suscriptores mediante la prohibición de la existencia de plazos de suscripción con duración superior a seis meses, tanto más cuando las condiciones en que se desarrollan ciertas operaciones de aumento pueden aconsejar o exigir períodos más largos de suscripción (así, en particular, cuando la misma se escalone en diferentes subperíodos). Contra ello no debiera haber inconveniente, en principio, siempre

---

<sup>776</sup> Esta parece ser la interpretación acogida por la mencionada SAP de Barcelona de 1996; en el mismo sentido también CABANAS TREJO/MACHADO PLAZAS, *Aumento de capital y desembolso anticipado*, cit., p. 121.

<sup>777</sup> De forma análoga a lo que acontece con el artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas, el artículo 162.3 hace referencia aquí también al "plazo de suscripción", sin tener en cuenta la posible existencia de varios plazos sucesivos (o total o parcialmente solapados) para la suscripción del aumento. Una necesidad de coherencia con la postura anteriormente manifestada obliga a defender aquí la misma solución. El plazo al que hace referencia el artículo 162.3 es el "plazo general" fijado para la suscripción del aumento, debiendo comenzar el cómputo de los seis meses el día de inicio del primero de los períodos de suscripción y no el día en que dio comienzo el último de los períodos previstos (así, CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", cit., p. 784; más recientemente, CABANAS TREJO/MACHADO PLAZAS, *Aumento de capital y desembolso anticipado*, cit., p. 121, nota 84; en relación con el mismo problema en el ámbito de la sociedad de responsabilidad limitada, ROJO, "El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada", cit., p. 833-834).

que los potenciales suscriptores hayan sido anticipada y suficientemente informados de esta circunstancia en las condiciones de emisión y suscripción de los nuevos valores. En este sentido, es significativo, por un lado, que, con la introducción del nuevo apartado 4º del citado artículo 162 (a través de la reforma operada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre), el legislador haya optado por cambiar de criterio en cuanto a la fijación del *dies a quo* a efectos del cómputo del plazo para presentar en el Registro la escritura de ejecución, puesto que, como ya indicáramos, al situar dicho *dies a quo* en el final del plazo de suscripción y no en el inicio impide deducir que la Ley de Sociedades Anónimas pretenda establecer un límite a la duración máxima del plazo para suscribir las ampliaciones del capital. Por otro lado, tampoco conviene perder de vista que la legislación específica del mercado de valores ya permitía expresamente antes de la señalada reforma de 1998 periodos de suscripción superiores a seis meses, al fijar en un año la duración máxima del período de suscripción o colocación (junto con sus prórrogas) de toda clase de emisiones y ofertas públicas de valores negociables (Número Séptimo de la O.M. de 12 de julio de 1993).

3. Por todas estas razones, estimamos que el fundamento que subyace a la concesión del derecho de restitución presente en el artículo 162.3 de la Ley de Sociedades Anónimas no es tanto el deseo de limitar legalmente la duración de los periodos de suscripción, como el de dotar a todos aquellos que han suscrito acciones y han efectuado el desembolso exigido por la sociedad —esto es, que han cumplido su parte del "contrato"— de un mecanismo que les permita desvincularse de las obligaciones derivadas del aumento y recuperar lo ya aportado cuando, transcurrido un plazo prudente, la operación de aumento no ha podido ser ejecutada por completo (llevada a buen fin) por causas ajenas a la voluntad de la sociedad, o cuando, habiendo sido ya ejecutada la ampliación, la sociedad se demora en el cumplimiento de una de las obligaciones que legalmente se le imponen, precisamente, la de efectuar los actos necesarios para hacer posible la inscripción del aumento en el Registro Mercantil<sup>778</sup>. De este

---

<sup>778</sup> La norma otorga el derecho de restitución/resolución una vez verificado el *hecho objetivo* de la falta de presentación en el Registro de los documentos acreditativos de la ejecución tras el

modo, la norma está dirigida de manera directa a proteger a los suscriptores contra los hechos que impiden o alargan en exceso la práctica de la inscripción del aumento en el Registro Mercantil, en cuanto que de tal inscripción dependerá, al menos, la posibilidad de recibir los títulos y transmitir las acciones suscritas (vid. art. 62 LSA)<sup>779</sup>. Siendo la acción un valor esencialmente transmisible, la norma trata de evitar que los suscriptores se encuentren obligados *sine die* a mantener retenidos los fondos desembolsados sin poder rentabilizar la inversión a

---

agotamiento del plazo de seis meses, con independencia de las causas que hayan motivado dicha falta de presentación. Ello se deduce claramente de la lectura de la norma, en cuanto que la misma diferencia implícitamente los casos en los que la falta de presentación no fuere *imputable* a la sociedad, de los casos en los que sí lo es, sancionando en estos últimos a la sociedad con la obligación añadida de pagar al suscriptor que lo solicite el interés legal (*arg. ex. art. 162.3 in fine LSA*). Aunque el precepto no aclara cuándo la falta de presentación de tales documentos ha considerarse *imputable* a la sociedad, ni el significado mismo que en esta sede debe tener el término "imputación", cabe imaginar que en esta idea deben subsumirse, por un lado, todos aquellos casos en que la operación de aumento no ha llegado a ser ejecutada completamente por dolo o negligencia de la sociedad, y, por otro, los casos en que habiendo finalizado la ejecución la operación, la sociedad se demora sin causa justificada en la presentación en el Registro de los documentos que acreditan dicha ejecución. Esta forma de configurar el hecho o circunstancia desencadenante del derecho a solicitar la restitución de las aportaciones lleva a pensar, además, que con la concesión de tal derecho a los suscriptores la norma en examen no trata de penalizar de modo directo a la sociedad por la falta de presentación de los documentos, toda vez que el mismo derecho les asiste cuando tal circunstancia se debe a causas ajenas al comportamiento de la sociedad (habla, por el contrario, de la *dimensión sancionadora* para la sociedad que tiene el reconocimiento del referido derecho, SACRISTÁN BERGIA, "Aproximación al derecho de restitución", *cit.*, p. 307).

<sup>779</sup> De idéntica manera, para la sociedad de responsabilidad limitada, *cfr.* art. 28 LSRL. En nuestra opinión, la norma no responde *directamente* a un deseo de fomentar en abstracto la inscripción de los aumentos de capital o de evitar que se demore el conocimiento de la operación de aumento por parte de terceros (*vid.*, en este sentido, ROJO, "El acuerdo de aumento", *cit.* p. 2341; con una opinión parecida, ESPÍN GUTIÉRREZ, *La operación de reducción y aumento del capital*, *cit.*, p. 281, nota 259, quien entiende que la norma "pretende limitar en el tiempo el proceso de ejecución de los acuerdos de aumento del capital y evitar la incertidumbre que se deriva de la ausencia de reflejo registral"; también, en relación con la sociedad de responsabilidad limitada, SACRISTÁN BERGIA, "Una aproximación al derecho de restitución", *cit.*, p. 302-303, al indicar que la finalidad del artículo 78.3 de la Ley de limitadas atiende a la función del capital social como garantía en protección de terceros, y persigue que la documentación relativa al aumento del capital se inscriba en el Registro Mercantil para que, de este modo, los terceros puedan tener acceso a su información). Aunque no ocultamos que éstos puedan ser los *efectos* ligados a la norma, sin embargo, no parece que puedan considerarse como los *finés directamente perseguidos* por el legislador. En primer lugar, porque la simple presentación de los documentos acreditativos de la ejecución —que es lo que paraliza el ejercicio del derecho de restitución/resolución— no supone sin más la práctica de la inscripción registral y la consiguiente posibilidad de conocimiento por los terceros. En segundo lugar, porque no se entiende entonces la razón de que la norma no haya establecido un mecanismo más directo y efectivo para acelerar el conocimiento de terceros de la operación de aumento a través de la publicidad registral, por ejemplo, declarando la ineficacia del aumento a falta de inscripción al cabo de un determinado periodo de tiempo, en vez de basar la celeridad en la práctica de la inscripción en la concesión a los suscriptores del señalado derecho. En tercer lugar, porque —como inmediatamente veremos— la norma no se aplica a toda operación de aumento del capital, sino sólo a las que tienen carácter oneroso.

través de la venta de las acciones, dándoles así la oportunidad de salir de la sociedad perdiendo su condición de accionista y de acabar con la situación de indisponibilidad derivada de la imposibilidad de transmitir las acciones antes de la inscripción de la ejecución del aumento en el Registro Mercantil<sup>780</sup>.

Con la puesta en marcha de la ejecución del acuerdo de aumento del capital la sociedad, a través de los administradores en cuanto representantes de la misma, asume frente a los suscriptores un auténtica obligación de realizar los

---

<sup>780</sup> Resulta evidente que la norma no es aplicable a los aumentos íntegramente desembolsados con cargo a reservas o beneficios en los que las acciones son asignadas gratuitamente a los antiguos accionistas. No ya sólo porque la inexistencia de aportación por parte de los socios y las propias características de esta clase de aumento —en la que no es necesario el establecimiento de un "plazo de suscripción" y en la que, probablemente, no pueda hablarse de la existencia de una fase de ejecución sólo tras la cual el acuerdo puede acceder al Registro (*vid. supra* Capítulo 1º, I, 1. y Capítulo 5º, III, 1.)— la hacen difícilmente encajable en el supuesto de hecho de la norma, sino, sobre todo, porque la falta de onerosidad en la adquisición de las nuevas acciones no hace necesario un mecanismo de tutela del adquirente tan riguroso (y que puede causar graves perjuicios a la sociedad) cuando la demora en la presentación de los documentos en el Registro Mercantil no es imputable al ente social.

Por otro lado, el precepto no se ocupa de aclarar si el derecho a la restitución de las aportaciones y a disolver el vínculo social corresponde también a aquellos suscriptores que ya han ejercitado derechos de socio. Si partimos, en efecto, del carácter meramente declarativo de la inscripción del aumento del capital, el suscriptor se convierte en accionista frente a la sociedad antes de que ésta incriba la operación en el Registro Mercantil (ya sea desde el momento mismo de la adjudicación de las acciones que le corresponden, ya sea desde el otorgamiento de la escritura de ejecución de la ampliación), estando, en consecuencia, legitimado para ejercitar derechos de socio antes de la inscripción del aumento en el Registro Mercantil. Sobre esta base, si el suscriptor ha ejercitado derechos de socio antes de la inscripción del aumento, podría, en hipótesis, considerarse que el otorgamiento del derecho a solicitar la restitución de las aportaciones y la resolución del resto de obligaciones contraídas con la suscripción, tendría como límite, bien el principio elevado a la categoría de apotegma jurídico (DE CASTRO, *Derecho Civil de España*, cit., p. 435) del *venire contra factum proprium* como manifestación del deber genérico de ejercitar los derechos conforme a las exigencias de la buena fe (*vid.* art. 7 C.c.), bien el deber de fidelidad del socio cuando la falta de presentación de los documentos en el Registro tiene una causa justificada o, al menos, no es imputable a la sociedad (*v. gr.*, imaginemos que antes de la inscripción del aumento la sociedad concede a los suscriptores la posibilidad de participar en el reparto de dividendos y alguno de los socios espera a recibir los dividendos para después solicitar la restitución de sus aportaciones). En relación con esto no puede dejar de indicarse que la citada STS de 30 de marzo de 1999 ha negado expresamente que, una vez presentada la demanda, la doctrina de los actos propios pueda servir para impedir a los demandantes el ejercicio de la facultad que les concede el artículo 162.3 de la Ley de Sociedades Anónimas, de modo que mientras no recaiga sentencia favorable a la restitución —y con independencia de los efectos retroactivos de ésta— los demandantes pueden seguir actuando y defendiendo sus intereses en la sociedad. *Vid.* también la SAP de Cádiz de 26 de diciembre de 1999, en la que la cuestión litigiosa se refería al ejercicio de la facultad resolutoria por parte del suscriptor de un aumento de capital cuando habían transcurrido cuatro años desde la suscripción y el desembolso (sentencia citada por MACHADO PLAZAS, "Comentario a los artículos 161 y 162", en *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, cit., p. 1709).



trámites necesarios para poner a éstos en disposición de ejercitar plenamente la condición de socio y los derechos derivados de esta posición, no sólo a efectos internos (frente a la propia sociedad), sino también frente a terceros<sup>781</sup>. El hecho de que esta obligación no sea expresamente pactada con cada uno de los suscriptores no impide su existencia, ya que, como es sabido, el artículo 1258 del

---

<sup>781</sup> En ningún momento la Ley se refiere expresamente a la existencia de una auténtica obligación de los administradores -en cuanto representantes de la sociedad- frente a los suscriptores de realizar los trámites precisos para inscribir el aumento en el Registro Mercantil, al igual que tampoco se establece de modo explícito una obligación similar asumida frente a la propia sociedad. Sin embargo, no es difícil deducir esta obligación del articulado de la Ley. Por un lado, así se deduce del artículo 94.1 del Reglamento del Registro Mercantil, que establece que en la hoja abierta a cada sociedad se *inscribirán obligatoriamente*: [...] "2º. La modificación del contrato y de los estatutos sociales, así como los aumentos y reducciones del capital". Por otro, al aumento del capital -en cuanto modificación de los Estatutos- le es aplicable el artículo 144.2 de la Ley de Sociedades Anónimas que, con carácter marcadamente imperativo, declara que "en todo caso, el acuerdo se *hará* constar en escritura pública, *que se inscribirá* en el Registro Mercantil [...]", si bien tratándose de esta clase de operación societaria la inscripción del acuerdo de aumento requiere necesariamente la inscripción también de su ejecución (arts. 162.1º y 2º LSA). Es por todos conocido que según el principio de la inscripción obligatoria que impera en nuestro Derecho registral mercantil, cuando la Ley establece el catálogo de sujetos y de actos inscribibles no sólo autoriza la inscripción, sino que la exige (*vid.* A. ROJO, en R. Uribe/A. Menéndez, *Curso de Derecho Mercantil*, I, Madrid, 1999, p. 171 y p. 174-175). Siendo la solicitud de inscripción de los acuerdos sociales en el Registro Mercantil una actuación que forma parte claramente del ámbito de competencias exclusivo y excluyente de los administradores (competencia típica de gestión o administración; *vid.* E. POLO, *Los administradores y el Consejo de administración de la sociedad anónima*, en R. Uribe/A. Menéndez/M. Olivencia (dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. VI, Madrid, 1991, p. 47), éstos se encuentran, en consecuencia, obligados frente a la sociedad a realizar de forma puntual y diligente los trámites necesarios para dicha inscripción (así, por ejemplo, en lo que se refiere al nacimiento de una auténtica obligación de inscribir la emisión en el Registro Mercantil, DE CARLOS BERTRÁN, *Régimen jurídico de las ofertas públicas*, *cit.*, p. 315), adquiriendo responsabilidad frente a la misma de los daños ocasionados a la sociedad por el incumplimiento de este deber (*arg. ex.* arts. 127 y 133 LSA).

En el ámbito del Derecho comparado se habla igualmente de una auténtica obligación de los administradores de solicitar la inscripción del aumento ya ejecutado en el Registro Mercantil. Así, se entiende que los administradores asumen esta obligación, bien frente a los accionistas —no frente a los acreedores— (por ejemplo, en el Derecho suizo, *vid.* FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, *Schweizerisches Aktienrecht*, *cit.*, § 52, marginales 178-181), bien frente a la sociedad misma —no directamente frente a los accionistas y suscriptores—, a la que deberán indemnizar los daños y perjuicios derivados del incumplimiento de esta obligación (así, conforme al Derecho alemán, LUTTER, *Kölner Komm.*, *cit.*, § 188, marginal 7; HEFERMEHL/BUNGEROTH, *AktG Komm.*, *cit.*, p. § 188, marginal 21-22). Para la doctrina alemana, los accionistas y suscriptores no pueden exigir frente a la sociedad que ésta, a través de los administradores, solicite la inscripción del aumento ya ejecutado en el Registro Mercantil. Esta postura es coherente con otros rasgos que identifican el sistema alemán de aumento del capital en la sociedad anónima. Así, por un lado, es coherente con el hecho de que la sociedad pueda revocar el acuerdo de aumento ya ejecutado hasta el momento mismo de la inscripción en el Registro Mercantil, con la única obligación, en su caso, de resarcir a los suscriptores los eventuales *daños de confianza* que hubieran podido sufrir. También, en la medida en que la inscripción de la ejecución del aumento en el Derecho alemán tiene un rígido carácter constitutivo (§ 189 AktG), los suscriptores no adquieren ningún derecho frente a la sociedad derivado de la suscripción de las acciones antes de practicada dicha inscripción.

Código Civil obliga a los contratantes no sólo al cumplimiento de lo expresamente pactado en el contrato, sino también a todas las consecuencias que según su naturaleza sean conformes a la buena fe, al uso y a la Ley<sup>782</sup>.

<sup>782</sup> Entre otros muchos problemas interpretativos, los términos con que se pronuncian tanto el apartado 3º, como el apartado 4º del artículo 162 de la Ley de anónimas —e, indirectamente, también el apartado 5º por expresa remisión al 3º— plantean la duda sobre qué ocurrirá si, tras haberse procedido a la presentación de los documentos acreditativos de la ejecución del aumento en el Registro Mercantil para su inscripción, el Registrador deniega la inscripción. Y ello porque la Ley liga tanto el ejercicio de la facultad resolutoria otorgada por el apartado 3º, como la cancelación de la inscripción del acuerdo prevista en el apartado 4º a la simple *falta de presentación* de aquellos documentos en el Registro, pero *no a la falta de su efectiva inscripción* (cfr. a estos efectos el art. 33 LSA —y en particular, la equívoca expresión “sin haberse procedido a inscribir” presente en este precepto—, y el art. 160.1 f) LSA que obliga a hacer constar en el boletín de suscripción la fecha para solicitar la restitución del desembolso en caso de “no haber sido debidamente inscrita en el Registro Mercantil la ejecución del acuerdo de aumento”). En lo que se refiere al derecho de resolución y restitución reconocido por el artículo 162.3, hay que indicar que aunque una interpretación literal y formalista conduciría a negar dicha facultad resolutoria en los casos en que, tras haberse presentado los documentos en el Registro, la inscripción no se realiza, por el contrario, una interpretación finalista conduciría a defender la posibilidad de resolver las obligaciones asumidas frente a la sociedad y exigir la restitución de las aportaciones cuando, a pesar de haber sido presentados los documentos en el Registro (es decir, cuando a pesar de que la sociedad “ha cumplido”), el Registrador deniega después la práctica de la inscripción. En nuestra opinión, al hecho de la presentación por los administradores de los documentos acreditativos de la ejecución del aumento en el Registro Mercantil sólo debe atribuírsele un efecto meramente suspensivo del ejercicio de la facultad de resolver y solicitar la restitución de las aportaciones, pero en modo alguno debe servir para eliminar de raíz tal posibilidad (así, consciente del problema, ALONSO LEDESMA, “Aumento del capital”, *cit.*, p. 813, quien admite la correspondiente pretensión restitutoria ante una eventual calificación denegatoria; en igual sentido, SACRISTÁN BERGIA, “Aproximación al derecho de restitución”, *cit.*, p. 303). Lo contrario favorecería la corruptela consistente en la presentación de documentos intencionadamente defectuosos para provocar la denegación de la inscripción cuando la sociedad no desee culminar la operación, dejando a los suscriptores sin posibilidad de recuperar las aportaciones realizadas.

Con todo, los problemas derivados de la inconsistente regulación legal del referido derecho de restitución/resolución no acaban aquí. En caso de que el Registrador denegara la inscripción (por defecto no subsanable o por no subsanación en el plazo previsto -*vid.* arts. 62-65 RRM-), son varias las cuestiones que se plantean. En primer lugar, se cuestiona si la suspensión del ejercicio de la acción prevista en el artículo 162.3 debe mantenerse hasta que haya expirado el plazo establecido para recurrir la calificación del Registrador (*vid.* art. 69 RRM), reactivándose a falta de recurso. En segundo lugar, en caso de que la calificación negativa sea recurrida, se cuestiona también si debe mantenerse la suspensión del ejercicio del referido derecho hasta la decisión resolutoria del Registrador, y así sucesivamente hasta que recaiga resolución firme de la Dirección General de los Registros y del Notariado (*vid.* arts 66 y ss. RRM). O, por el contrario, si la calificación negativa que deniega la inscripción permite sin más a los suscriptores solicitar la restitución con independencia de los recursos que pueda presentar la sociedad. Al respecto, se ha indicado (SACRISTÁN BERGIA, “Aproximación al derecho de restitución”, *cit.*, p. 303) que, presentados los documentos en el Registro Mercantil, si el registrador rechaza la inscripción y los defectos son subsanables, éstos deben subsanarse antes de que caduque el asiento de presentación, puesto que la caducidad de dicho asiento —que lo priva de todo efecto jurídico— haría resurgir los presupuestos que permiten a los suscriptores el ejercicio del derecho de restitución/resolución al amparo del artículo 162.3 de la Ley de Sociedades Anónimas. Si se presenta recurso gubernativo contra la decisión del Registrador, los efectos del asiento de presentación se suspenden hasta que se resuelva el recurso (de lo que cabría deducir, aunque el

4. Desde esta perspectiva, puede verse con mayor claridad cómo el precepto que se analiza no es sino una norma especial que establece una específica facultad resolutoria basada en el incumplimiento de obligaciones que no están caracterizadas estrictamente por la interdependencia o reciprocidad<sup>783</sup>. Más exactamente, se trataría de una norma que concede dicha facultad resolutoria/restitutoria a una de las partes como medio de defensa ante el incumplimiento de una concreta obligación impuesta legalmente a cargo de la otra en una relación negocial no caracterizada por la reciprocidad de las obligaciones<sup>784</sup>. Esta apreciación merece ser destacada porque, a primera vista, podría pensarse que la facultad resolutoria presente en el artículo 162.3 de la Ley de Sociedades Anónimas constituye una particular aplicación en el ámbito societario del artículo 1124 del Código Civil, que está especialmente pensado para las obligaciones sinalagmáticas, y con el que el anterior precepto tiene evidentes puntos de contacto. Sin embargo, la consideración de dicha facultad como una *facultad resolutoria especial* al margen de la reconocida con carácter

---

autor no lo diga expresamente, que con dicha suspensión quedaría también en suspenso el ejercicio del derecho de resolución/restitución).

<sup>783</sup> Sobre la licitud de estas normas frente a la facultad de resolución por incumplimiento típica de las obligaciones sinalagmáticas establecida por el artículo 1124 del Código Civil, Díez-PICAZO, *Fundamentos*, II, *cit.*, p. 707-708.

<sup>784</sup> En el mismo sentido, *vid.* SÁNCHEZ ANDRÉS, "Aumento y reducción", *cit.*, p. 379, para quien el incumplimiento del plazo en que debe efectuarse la inscripción de la ejecución del aumento en el Registro Mercantil es tratado por la Ley como un caso de incumplimiento resolutorio; también, GARCÍA LUENGO/SOTO VÁZQUEZ, *El nuevo régimen jurídico*, *cit.*, p. 723, quienes consideran que la norma que examinamos viene a atribuir a los suscriptores una facultad resolutoria del negocio de suscripción, cuyo ejercicio presupone una situación de incumplimiento definitivo y absoluto de las prestaciones puestas a cargo de la sociedad emisora por el transcurso del plazo de seis meses establecido al efecto; en análogo sentido, GARCÍA-MORENO, *El aumento del capital con cargo a reservas*, *cit.*, p. 396-397). Resulta claro que conforme al Derecho societario español en modo alguno puede verse en las obligaciones propias de la relación surgida entre cada uno de los suscriptores y la sociedad con motivo de la suscripción de nuevas acciones procedentes de un aumento de capital ningún tipo de reciprocidad. Así, en particular, no pueden considerarse sinalagmáticas las respectivas obligaciones de efectuar el desembolso de las acciones suscritas y de inscribir el aumento en el Registro Mercantil. Y ello porque es claro que la Ley exige dicho desembolso precisamente como una de las condiciones previas para poder practicar la inscripción, de modo que el suscriptor, ante la demanda de desembolso no podría alegar como excepción el hecho de la falta de inscripción, tal y como ocurriría si fueran obligaciones sinalagmáticas puras (*vid.* Díez-PICAZO, *Fundamentos*, II, *cit.*, p. 692 y ss.). En Alemania la doctrina considera que el contrato de suscripción (*Zeichnungsvertrag*) es un simple contrato corporativo (*korporativer Vertrag*) y no un contrato sinalagmático (*gegenseitiger Vertrag* o *Austauschvertrag*), así, LUTTER, *Kölner Komm.*, *cit.*, § 185, marginal 19.

general para las obligaciones recíprocas en la legislación civil evita las dificultades que desde un punto de vista dogmático se presentan en el intento de trasladar esta última disciplina a la materia societaria y, en particular, al contrato de sociedad, no caracterizado, como es sabido, por la reciprocidad de las obligaciones que de él se derivan.

Queda por determinar, bajo el silencio de la Ley, si los suscriptores, además de poder resolver las obligaciones contraídas frente a la sociedad por la suscripción de las acciones y solicitar la restitución de las aportaciones realizadas, pueden también optar por exigir a la sociedad el cumplimiento de la obligación legal de solicitar la inscripción del aumento en el Registro Mercantil. La legislación societaria no reconoce en ningún caso a los socios o a los terceros facultad para exigir a la sociedad la práctica de la inscripción de todos aquellos actos respecto de los cuales la Ley ordena la inscripción. No obstante, ante actos societarios ya ejecutados de cuya sola inscripción depende la eficacia plena de derechos o de condiciones jurídicas adquiridas por ciertos sujetos a raíz precisamente de aquel acto, podría, en principio, no ser inoportuno defender la conveniencia de reconocer también a los suscriptores (socios o no) acción para imponer a la sociedad el cumplimiento forzoso de su obligación de realizar los trámites precisos para la inscripción, en cuanto que, en muchas ocasiones, el interés de esos sujetos podrá satisfacerse en mayor medida mediante el mantenimiento de la eficacia del acto que mediante la resolución por incumplimiento<sup>785</sup>.

La posibilidad apuntada puede resultar especialmente relevante cuando con motivo de la ejecución del acto los socios o terceros han efectuado desembolsos patrimoniales, tal y como ocurre en el momento constitutivo de la sociedad y en los aumentos de su capital<sup>786</sup>. Así, la concesión de un derecho a exigir de forma coercitiva la práctica de la inscripción tendría como consecuencia que la presentación de los documentos acreditativos de la ejecución del aumento en el Registro Mercantil realizada a instancias de cualquier suscriptor paralizaría desde ese momento la posibilidad de ejercitar nuevas solicitudes de restitución por parte de los demás. Con todo, hay que tener presente que el reconocimiento a los suscriptores de

---

<sup>785</sup> Además, puesto que el mecanismo de protección del artículo 162.3 no es aplicable a los aumentos con cargo a reservas, el otorgamiento de la posibilidad de compeler a la sociedad a la realización de los actos precisos para la inscripción del aumento es, posiblemente, la única manera que tienen los adjudicatarios de las nuevas acciones de poder llegar a transmitir las y acabar con la situación de indisponibilidad impuesta *de facto* por la sociedad que deliberadamente no inscribe la operación en el Registro Mercantil.

<sup>786</sup> La misma cuestión puede plantearse, en efecto, en el contexto de la constitución de la sociedad, en cuanto que, al igual que con motivo del aumento del capital, la Ley únicamente reconoce a aquéllos que han suscrito acciones en el proceso de fundación sucesiva de una sociedad la facultad de solicitar la restitución de las aportaciones realizadas cuando transcurrido un año desde el depósito del programa de fundación y del folleto en el Registro Mercantil, la escritura de constitución no haya sido inscrita (*vid.* art. 33 LSA y art. 131 RRM).

una facultad de exigir a la sociedad el cumplimiento de la prestación debida sólo sería posible sobre la base de un previo reconocimiento a favor de los suscriptores de la titularidad de un auténtico *derecho de crédito* (en el sentido amplio del término) a la práctica de la inscripción, que, al margen de su consideración como propuesta de *lege ferenda*, el precepto específico que regula este supuesto (art. 162 LSA) no otorga expresamente. Aún así, y con las inevitables dudas que esta cuestión genera, el silencio legal quizá no deba interpretarse como sinónimo de respuesta negativa, desde el momento en que nuestro sistema registral mercantil no es ajeno a la práctica de inscripciones ordenadas por la autoridad judicial —aún en contra de la voluntad del sujeto que, en principio, es el legitimado para solicitar la inscripción— cuando lo solicite un tercero con interés legítimo (v. gr.: art. 88 RRM)<sup>787</sup>.

## **1.2. La solución para el aumento incompleto sobrevenido como consecuencia del ejercicio del derecho de resolución/restitución ex artículo 162.3**

1. Con este panorama como referencia es posible ya abordar la cuestión principal que atrae la atención a efectos de este trabajo: cuál es la solución más adecuada para estos especiales supuestos de aumento incompleto y, en particular, si esta solución debe sustanciarse mediante la aplicación analógica del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas. Ya en páginas anteriores hemos adelantado nuestro juicio negativo a esta última posibilidad<sup>788</sup>, esgrimiendo razones tales como la ausencia de suficiente identidad de razón entre el supuesto que ahora se examina y el supuesto de hecho normativo de la suscripción incompleta, por un lado, y, por otro, la falta de adecuación de la solución legal arbitrada en el referido artículo 161 al presente caso en función de los intereses de las partes. Conviene ahora precisar las ideas básicas que sustentan esta afirmación.

---

<sup>787</sup> En este sentido, algunos autores, con fundamento en el artículo 1279 del Código civil (que faculta a una de las partes de la relación contractual a compeler a la otra para llenar una formalidad de la que, según la Ley, depende la plena efectividad de las obligaciones propias del contrato) han defendido la posibilidad de que el suscriptor pueda reclamar, en su caso judicialmente, la formalización del aumento del capital y su inscripción en el Registro Mercantil (CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", *cit.*, p. 792-793).

<sup>788</sup> Con esta opinión también CABANAS TREJO, "La suscripción incompleta", *cit.*, p. 781; ROJO, "El acuerdo de aumento", *cit.*, p. 2383, nota 107; en el mismo sentido, SÁNCHEZ GONZÁLEZ, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital social", *cit.*, p. 287

A este fin no hay que perder de vista las razones —claramente diferentes— que han inspirado ambas normas (art. 161 y art. 162 LSA). Partiendo de que la suscripción de las nuevas acciones procedentes de un aumento del capital es un acto totalmente voluntario para los destinatarios de la emisión, el artículo 161 es un precepto pensado para resolver el problema de la eficacia o ineficacia de la operación de aumento del capital en su conjunto cuando la cifra de aumento acordada no ha podido ser cubierta por falta de suscripciones en cantidad suficiente, esto es, cuando la ampliación no ha podido ser cubierta por *insuficiencia cuantitativa de declaraciones de voluntad de adquirir* las nuevas acciones emitidas por parte de los destinatarios de las mismas, habida cuenta de que la cifra resultante de la ejecución ya no coincidirá con la cifra que consta en el acuerdo de aumento y sobre la que se proyectó la voluntad social. En este contexto, la norma trata de conjugar dos distintos intereses, el interés de la sociedad, por un lado, y el interés de los suscriptores, por otro. En relación con el interés de la sociedad, el legislador ha presumido que la cifra del aumento acordada es la cifra por la que la sociedad quiere realizar el aumento, de manera que, en principio no estará interesada en llevar a cabo una operación de aumento en una cifra inferior a menos que la sociedad así lo haya manifestado expresamente (en las condiciones de la emisión)<sup>789</sup>. En relación con los intereses de los suscriptores, la tutela se proporciona en dos sentidos diferentes: en primer lugar, desde el punto de vista informativo (pues la norma pretende que los potenciales suscriptores queden suficientemente informados con carácter previo de las consecuencias aparejadas al hecho de la falta de cobertura de la ampliación), y, en segundo lugar (toda vez que la falta de cobertura del aumento por falta de suficientes suscripciones puede evidenciar un fracaso de la oferta y un juicio negativo del mercado en relación con la misma) en el sentido de que es presumible que los suscriptores hayan confiado en el éxito de la operación (en la

---

<sup>789</sup> Ya hemos indicado, no obstante, que la presunción del legislador, ni resulta suficientemente fundamentada a la vista de un análisis más profundo de la posición que asume la sociedad cuando pone en marcha una operación de aumento del capital, ni resulta corroborada como tal regla general por la realidad práctica, donde se aprecia una inversión de la relación "regla general-excepción" contemplada en el artículo 161 a través de la proliferación de las "cláusulas de suscripción incompleta" en las condiciones de emisión, hasta el punto de que, al menos en las grandes sociedades abiertas, han llegado a convertirse en cláusulas de estilo.

completa suscripción de la emisión) al adoptar su decisión de invertir, de modo tal que les interesará deshacer su "mala inversión" y recuperar el importe ya satisfecho por razón de la misma si la ampliación no llega a cubrirse.

Por su parte, el artículo 162 —según ha quedado expuesto— simplemente pretende fomentar la constancia registral de los aumentos de capital y evitar su demora, en beneficio, fundamentalmente, de aquéllos que han tomado parte en la operación como suscriptores. De la inscripción del aumento depende la regularidad de la situación del accionista derivada de la participación en el aumento del capital ya ejecutado, al menos frente a terceros<sup>790</sup>. Además, y sobre todo, mientras que el aumento no sea inscrito, el suscriptor tiene vetada por Ley la transmisión de las acciones suscritas (art. 62 LSA). A la vista de estas dos circunstancias, el citado artículo 162 quiere conceder a cada uno de los suscriptores que han cumplido, además, con su obligación del desembolsar las acciones suscritas en el importe exigido por la sociedad, un derecho o facultad para exigir la resolución del vínculo negocial derivado de la suscripción y la devolución de las aportaciones satisfechas cuando, tras un plazo que el legislador ha estimado como razonable a la vista de los intereses de ambas partes, la sociedad no haya cumplido con la obligación que legalmente se le impone de solicitar la inscripción del aumento en el Registro Mercantil. La norma pretende estimular la pronta realización de los trámites precisos para que la operación de aumento sea debidamente inscrita en el Registro Mercantil (sobre todo, insistimos, en interés de los suscriptores) y establecer un mecanismo de tutela para éstos en caso de demora por la sociedad en el cumplimiento de tal obligación.

---

<sup>790</sup> Así, por ejemplo, según reiterada doctrina de la Dirección General de los Registros y del Notariado, si algún/os accionista/s han adquirido por virtud de su participación en un aumento del capital una posición corporativa que representa un importe superior al cinco por ciento del capital social, pero la operación de aumento no ha sido inscrita en el Registro Mercantil, no será legítima la solicitud dirigida al Registrador para el nombramiento de un auditor al amparo del artículo 205.2 de la Ley de Sociedades Anónimas. Y, a la inversa, el Registrador dará curso a la solicitud si el socio solicitante seguía representando más del cinco por ciento del capital social en el momento de presentarse tal solicitud, porque no se haya inscrito todavía el aumento del capital ya ejecutado que produjo la dilución de la posición del solicitante (*vid.*, en este sentido, las citadas RDGRN de 8 de octubre de 1999, de 27 de octubre de 1999, de 17 de octubre de 1999 y de 3 de diciembre de 1999)

2. Desde estos razonamientos se advierte sin dificultad que las normas de referencia son dos normas que arbitran dos diferentes soluciones pensadas para finalidades también diferentes. Además, como inmediatamente trataremos de demostrar, la aplicación analógica de la norma sobre suscripción incompleta a este caso de aumento incompleto sobrevenido no contribuye a la tutela de los intereses de ninguna de las partes directamente implicadas en la operación de aumento; ni tutela los intereses de la sociedad, en cuanto que determinaría, como regla general, el fracaso total de la operación de aumento en el momento en que uno solo de los suscriptores solicitara la restitución; ni tampoco contribuye a la protección de los intereses del conjunto de suscriptores que no han querido hacer uso de su derecho de resolución/restitución, puesto que a pesar de ello no podrían conservar el vínculo societario. Así, puede afirmarse que:

a) En atención a los intereses de los suscriptores, de la *ratio* que ha inspirado el artículo 162 se deduce que esta norma no puede servir para eximir a la sociedad de su obligación de inscribir el aumento en el Registro Mercantil frente a aquéllos que no han deseado ejercitar su derecho a la resolución/restitución y que aspiran a conservar, ya la condición de accionista adquirida con el aumento del capital, ya, en el caso de los antiguos accionistas, la nueva posición corporativa conforme a la nueva cifra de capital<sup>791</sup>. En otras palabras, la Ley no permite interpretar que, una vez ejecutado el aumento del capital (suscrito éste y desembolsado en los términos previstos), la sociedad se encuentra legitimada

---

<sup>791</sup> Los administradores de la sociedad deberán todavía —frente al resto de suscriptores que no han solicitado la restitución y, también, frente a la sociedad misma— cumplir con su deber de presentar en el Registro los documentos que acreditan la ejecución del aumento, esta vez previa adaptación de la cifra de aumento en función del número de suscriptores que hubieran ejercitado el derecho de restitución/resolución. La presentación de tales documentos —aunque tardía— impediría desde ese momento la viabilidad de ulteriores demandas de restitución. En este mismo sentido se manifestó CABANAS TREJO, ("La suscripción incompleta", *cit.*, p. 780-781) para quien si la ejecución del aumento se inscribía después del plazo de seis meses, la sociedad sólo estará obligada a reintegrar las aportaciones a los suscriptores que antes de dicha inscripción hubieran hecho uso de la facultad resolutoria que les brinda el actual artículo 162.3 de la Ley de anónimas, mientras que para el resto cesará a partir de ese momento la posibilidad de dejar sin efecto el negocio de suscripción. De igual modo, en relación con la sociedad de responsabilidad limitada, URÍA/MENÉNDEZ/IGLESIAS PRADA, en Urría/Menéndez, *Curso de Derecho Mercantil*, I, *cit.*, p. 1186.



para desistir de la ampliación del capital (lo que, de otra manera, podría hacer mediante la simple demora en la solicitud de inscripción) dando fin unilateralmente a las relaciones jurídicas derivadas de la misma. Pues bien, si la sociedad no había previsto la suscripción incompleta del aumento del capital en las condiciones de emisión (y, no obstante, la ampliación se suscribió en su totalidad), la tesis de la aplicación analógica del artículo 161 podría ser utilizada en estas circunstancias por la sociedad para desistir del aumento ya ejecutado dando fin a las relaciones jurídicas derivadas del mismo. Así, aunque no sea lo normal, la sociedad que deseara revocar el acuerdo de aumento en un momento en el que según las reglas generales sobre revocación de los actos jurídicos ya no podría hacerlo —esto es, cuando el acuerdo ya ha sido ejecutado y los suscriptores han adquirido, al menos a efectos internos, la condición de socio—, sólo tendría que demorarse en la realización de los actos pertinentes para la práctica de la inscripción provocando la solicitud de restitución de aportaciones de los suscriptores (se dejaría en manos de los administradores la posibilidad de hacer fracasar un aumento ya ejecutado) y alegando después la aplicación del artículo 161 para este particular supuesto de aumento incompleto. Esta solución puede vulnerar, en consecuencia, los intereses de aquellos suscriptores que no han querido hacer uso del derecho que la Ley les confiere, y que, por el contrario, desean que la sociedad cumpla con su obligación de solicitar la inscripción del aumento.

b) En segundo lugar, y desde el punto de vista de los intereses de la sociedad, hay que pensar que, como regla general, la sociedad desea llevar a buen fin la operación de aumento del capital iniciada, culminando el proceso con la preceptiva inscripción de la ampliación en el Registro Mercantil. Junto a ello, no ha de olvidarse que la falta de presentación de los documentos acreditativos de la ejecución en el Registro puede deberse a causas no imputables a la sociedad misma. El artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas no hace depender la concesión del derecho de resolución/restitución de las aportaciones de un comportamiento culpable o negligente imputable a la sociedad, sino que el supuesto de hecho del que depende la posibilidad de resolver el negocio de suscripción y solicitar la devolución de las aportaciones está configurado en la Ley

de manera objetiva. De ahí que cuando la demora en la solicitud de inscripción de la ejecución del aumento no sea imputable a la sociedad (es decir, que no ha sido buscada deliberadamente ni se debe a una conducta negligente de los administradores) y esté motivada por hechos o circunstancias que están fuera del margen de maniobra de aquélla, cabe suponer que las consecuencias aparejadas a dicha demora (la referida posibilidad de los suscriptores de ejercitar el derecho de resolución/restitución) pondrán en peligro la satisfacción aquel interés que la sociedad tiene en que el aumento del capital culmine con éxito<sup>792</sup>.

En estas circunstancias, se comprende que la aplicación analógica de la norma sobre la suscripción incompleta del aumento puede resultar una solución capaz de perjudicar el interés social. En efecto, partiendo de que esta norma establece como regla general la ineficacia del aumento incompleto por falta de íntegra suscripción, si la sociedad no derogó previamente esta regla general a través, según exige dicha norma, de la previsión expresa de la eficacia parcial del aumento en las condiciones de la emisión, la operación de aumento ya ejecutada e (íntegramente suscrita) fracasará por completo —con el consiguiente perjuicio del interés social— en el momento en que uno sólo de los suscriptores ejercite el derecho de resolución/restitución por el transcurso del plazo legal para solicitar la inscripción del aumento en el Registro Mercantil. La aplicación del artículo 161 a este supuesto de aumento incompleto, ni contribuye a la tutela del interés de la sociedad en el buen fin de la operación, ni contribuye a aumentar la tutela de los suscriptores, ya que, sin necesidad de apelar a la ineficacia del aumento del capital en su conjunto, aquéllos que lo deseen pueden resolver el negocio de

---

<sup>792</sup> Por ejemplo, partiendo de que, presentada una demanda de impugnación del acuerdo de aumento, el impugnante (si representa al menos el 5% del capital) se encuentra legitimado para solicitar como medida cautelar la suspensión del acuerdo en fase de ejecución o ya ejecutado y que la admisión de esta medida cautelar impediría a los administradores presentar en el Registro los documentos acreditativos de la ejecución, la petición de suspensión (aunque después la demanda pudiera resultar infundada a pesar de la apariencia de buen derecho) puede impedir que el aumento del capital alcance la cuantía acordada si el impugnante —de mala o de buena fé— u otro suscriptor, una vez solicitada la suspensión, pide la restitución de sus aportaciones al amparo del 162.3 de la Ley de Sociedades Anónimas (plantea este problema ROJO, "El acuerdo de aumento", *cit.*, p. 2383).

suscripción y recuperar las aportaciones realizadas simplemente ejercitando el derecho o facultad que la Ley les concede de manera específica para este caso.

c) Por último, y en relación con lo anterior, es necesario tener presente que uno de los principios básicos de la teoría del aumento del capital social es el de la *voluntariedad* del acto de suscripción de las nuevas acciones para los destinatarios de las mismas (ya sean éstos socios o terceros), y que, en virtud de tal principio, el artículo 161 incorpora una norma que establece una solución para el caso de que acaezca el suceso, futuro e incierto, pero *previsible* empleando una mínima diligencia de que el aumento no se cubra en la totalidad de la cifra acordada mediante las declaraciones de suscripción de los sujetos destinatarios de la emisión. En cambio, las circunstancias heterogéneas y de diferente naturaleza que, de un modo o de otro, pueden derivar en que un aumento del capital quede incompleto de forma "sobrevenida", son circunstancias en el fondo "anormales" dentro del proceso jurídico del aumento del capital y, por ello, no enteramente previsibles o sólo previsibles empleando un elevado grado de diligencia<sup>793</sup>. Así, dado que para la sociedad anónima el artículo 161 impone como regla general la ineficacia total del aumento incompleto por suscripción incompleta, salvo previa y expresa previsión en contrario, si la sociedad quiere escapar de esta consecuencia se vería obligada a tener en cuenta todas las múltiples y variadas circunstancias futuras que pueden desembocar en un *aumento incompleto* y anticipar la solución más adecuada (que, además, puede ser diferente para cada caso). Ésto aumentaría los costes asociados a la previsión (costes de transacción y riesgos de error) más allá de lo que ya impone la norma sobre suscripción incompleta, pues de una manera indirecta se obligaría a la sociedad a decidir anticipadamente cuál sería la solución más eficiente para una serie de eventos de diferente naturaleza que, por ser futuros e inciertos y, además, "anormales" o "patológicos" pueden no llegar a producirse nunca.

---

<sup>793</sup> De hecho, en el supuesto que ahora se contempla, cabe imaginar que precisamente lo "normal" y lo "previsible" (y también lo que es "deseable" tanto por la sociedad como por los suscriptores) es que el aumento del capital se inscriba sin excesiva demora en el Registro Mercantil una vez finalizada la ejecución de la operación.

## 2. El supuesto especial del aumento incompleto como consecuencia del ejercicio del derecho de resolución/restitución ex artículo 162.5 de la Ley de Sociedades Anónimas

Según se ha indicado, tras la reforma realizada en el artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, se ha establecido un régimen en parte diferente del previsto con carácter general (apartados 1 y 3 del art. 162 LSA), especialmente pensado para las *sociedades cotizadas* que, conforme al artículo 162.2, *hayan procedido a inscribir en el Registro Mercantil el acuerdo de aumento antes de la inscripción de la ejecución del mismo*. Este régimen se basa, como es sabido, en la cancelación de la inscripción del acuerdo de aumento, de oficio o a instancia de cualquier interesado, cuando *transcurrido un año desde que finalizó el plazo de suscripción* no se hubiera presentado a inscripción en el Registro Mercantil la escritura de ejecución del acuerdo (art. 162.4 LSA), otorgándose a los *titulares* de las nuevas acciones, una vez cancelada dicha inscripción, el derecho a solicitar la resolución de la obligación de aportar y la restitución de las aportaciones realizadas en los términos prescritos por el referido artículo 162.3 (art. 162.5 LSA)<sup>794</sup>.

---

<sup>794</sup> Este régimen especial presenta gran afinidad con los derechos de restitución que la Ley otorga a los socios y a los suscriptores en el contexto, respectivamente, de la fundación simultánea y de la fundación sucesiva de la sociedad ante la falta de inscripción en el Registro Mercantil de la escritura de constitución (*vid.* arts. 16.1 y 33 LSA). Aunque el contenido del derecho no es absolutamente coincidente (puesto que mientras que el derecho de restitución *ex art.* 162 LSA sólo lo es respecto de la *aportación* efectuada por el suscriptor, incrementada -en su caso- con el interés legal, el artículo 16.1 LSA otorga el derecho a exigir la restitución de las *aportaciones previa liquidación del patrimonio social*, y en el artículo 33 LSA el derecho a la restitución tiene como contenido las *aportaciones realizadas con los frutos* que hubieran producido), en todos estos supuestos la Ley otorga el plazo de un año (desde la escritura de constitución o desde el depósito de programa de fundación) para el ejercicio del derecho a la restitución.

Por otro lado, tampoco debe olvidarse que en la medida en que sean emisiones públicas, la suscripción de las nuevas acciones debe venir documentada en el denominado "Boletín de suscripción", dentro de cuyo contenido esencial se encuentra la determinación de "la fecha a partir de la cual el suscriptor podrá exigir la restitución del desembolso realizado en caso de no haber sido debidamente inscrita en el Registro Mercantil la ejecución del acuerdo de aumento del capital social" (art. 160.1 f) LSA). Esta norma, que pertenece al contenido originario de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 (es decir, que es anterior a la referida reforma de 1998) y que parece haber tomado como modelo el § 185.1.4º AktG (así, BERCOVITZ, "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital, *cit.*, p. 187), tiene una evidente relación con el artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas. Esta relación plantea la duda sobre si la sociedad está obligada a establecer en el Boletín de suscripción una fecha concreta y determinada (en cuyo caso, se vuelve a dudar de si la sociedad debe respetar sin más el

El posible ejercicio del derecho de resolución/restitución por parte de algunos de estos *titulares* de las nuevas acciones emitidas plantea un problema idéntico al ya analizado en relación con la eficacia o ineficacia del aumento del capital, toda vez que, por virtud del ejercicio de este derecho, el aumento ya ejecutado puede quedar incompleto de forma sobrevenida. Al igual que ocurría en el caso anterior, la norma tampoco se encarga de aclarar en relación con este supuesto especial cuáles son las consecuencias que el ejercicio del derecho de resolución/restitución (previa cancelación de la inscripción del acuerdo de aumento en este caso) habrá de tener sobre la operación de aumento en su conjunto. El silencio legal deja abierta la duda, de nuevo, sobre si la solución debe venir dada por la aplicación analógica del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas, por un lado, y, por otro, sobre si este supuesto exige o no idéntica solución a la que ya hemos propuesto para el ejercicio del derecho de resolución/restitución conforme al régimen general (apartados 1º y 3º del art. 162 LSA).

## **2.1. El fundamento del otorgamiento del derecho de resolución/restitución contemplado en el artículo 162.5 LSA**

1. Antes de contestar a aquellos interrogantes, es conveniente precisar cuál ha sido la razón o la finalidad que ha motivado la introducción de este *nuevo* régimen especial.

A nadie se le escapa en la actualidad que la razón fundamental que inspiró la referida reforma de 1998 no fue otra que la de acelerar el proceso de admisión a cotización bursátil de las nuevas acciones y la consiguiente posibilidad de circulación de las mismas en el mercado de valores organizado. En efecto, bajo el sistema general (antes único) de la inscripción simultánea, en la medida en que la inscripción del acuerdo de aumento debe realizarse conjuntamente con la

---

contenido del artículo 162.4º y 5º LSA, o de si la sociedad se encuentra legitimada para acortar el plazo legal para efectuar la inscripción de la ejecución del aumento en el Registro Mercantil) o si esta fecha puede indicarse mediante una mera remisión al referido artículo 162.

inscripción de su ejecución, las nuevas acciones no podían ser admitidas a cotización ni ser transmitidas en el mercado por sus titulares hasta que no hubiera sido inscrita en el Registro Mercantil la operación de aumento (*vid.*, art. 62 LSA, que exige la inscripción del *acuerdo* de aumento como requisito para poder transmitir las acciones). De hecho, las Sociedades Rectoras de la Bolsa exigían la inscripción del aumento en el Registro Mercantil como requisito previo para la admisión a cotización. Este sistema, que ralentizaba el proceso de admisión a cotización bursátil de las nuevas acciones, se tornaba indeseable tanto para la los intereses de la sociedad emisora como para los intereses mismos de los suscriptores, que se encontraban sometidos a los riesgos inherentes a la volatilidad del mercado en una situación de iliquidez derivada de la imposibilidad de transmitir las acciones hasta la inscripción del acuerdo y de la ejecución del aumento en el Registro Mercantil<sup>795</sup>. Sobre esta base, el *nuevo* sistema

---

<sup>795</sup> *Vid.*, por ejemplo, URÍA/MENÉNDEZ/GARCÍA DE ENTERRÍA, en Uría/Menéndez, *Curso de Derecho Mercantil*, I, *cit.*, p. 959-960). Conviene indicar, sin embargo, que la amplitud con que esta nueva medida proyecta sus efectos en base al texto definitivo de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre —emisiones autorizadas o verificadas por la CNMV procedentes de sociedades cotizadas o no cotizadas— (puesto que el art. 162.2 de la Ley de Sociedades Anónimas no reserva exclusivamente, al menos, no en su tenor literal, el sistema de la doble inscripción a las sociedades *cotizadas*), no se contemplaba en la propuesta que constituye el germen de la reforma. Sin ánimo de profundizar en exceso en este tema, estimamos preciso indicar que la reforma llevada a cabo por la Ley 37/1998 sobre la legislación societaria tuvo su impulso originario en una propuesta de reforma legislativa elaborada por una comisión especial nombrada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que iba dirigida a crear cierto estatuto especial exclusivamente en relación con las emisiones efectuadas por *entidades con valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial de valores* (estatuto especial, por tanto, aplicable sólo a las sociedades bursátiles), y que suponía exceptuar algunas reglas presentes en la legislación societaria. A juicio del presidente de dicha comisión especial, la reforma se justificaba en la necesidad urgente de agilizar y flexibilizar el funcionamiento del mercado de emisiones español en relación con las sociedades bursátiles, que se encontraba constreñido por la necesaria observancia de ciertas normas societarias desconocedoras de la dinámica y los especiales imperativos de los mercados de valores (*vid.* J. GARCÍA DE ENTERRÍA, "El nuevo régimen de emisión de acciones por sociedades cotizadas", *Expansión*, jueves, 26 de noviembre de 1998, p. 58-59). A estos efectos la propuesta de reforma —materializada en ese estatuto especial para las sociedades bursátiles— adoptó diversas medidas a fin de acelerar la admisión a negociación de las nuevas acciones (que como consecuencia de la legislación societaria de anónimas se encontraba postergada hasta la inscripción necesariamente simultánea de la escritura del acuerdo de aumento y de su ejecución en el Registro Mercantil) con la intención minimizar los perjuicios para la entidad emisora y para los inversores derivados de la volatilidad del mercado en una situación de iliquidez por razón de la imposibilidad de transmitir las acciones hasta la inscripción del aumento en el Registro Mercantil, perjuicios que se estaban traduciendo en una progresiva deslocalización del mercado primario español (poco antes de la reforma, *vid.*, DE CARLOS BERTRÁN, *Régimen jurídico de las ofertas públicas*, *cit.*, p. 56-59, advirtiendo de estos problemas y manifestándose ya entonces a favor de la adopción de medidas a fin de permitir la admisión a cotización y la negociabilidad de los valores sin esperar a la inscripción del aumento en el Registro Mercantil). A las medidas propuestas por esta comisión con vistas a conseguir el referido objetivo,

excepcional de la doble inscripción, fue introducido con la pretensión de acabar con esta situación de dilatación temporal en el proceso para la cotización y transmisibilidad de las nuevas acciones, ya que, en la medida en que se hubiera procedido a efectuar la inscripción anticipada del acuerdo de aumento, aparecía plenamente conforme con la letra del señalado artículo 62 de la Ley de anónimas la transmisión de las nuevas acciones incluso antes de que la sociedad hubiera procedido a inscribir en el Registro la *ejecución* del aumento del capital<sup>796</sup>.

---

responde en parte la reducción del plazo mínimo para ejercitar el derecho de suscripción preferente. Pero, sobre todo —en lo que parece ser un desarrollo de la solución que para idéntica finalidad figuraba ya en el Proyecto de la Ley 37/1998 (BOCG, Congreso de los Diputados, VI Legislatura, Serie A, nº 29-9 de 5 de junio de 1998), y que finalmente se ha incorporado al artículo 32.1 de la Ley del Mercado de Valores a través del artículo 4.2 del texto definitivo de la Ley 37/1998—, destaca la posibilidad de que la sociedad solicitara la inscripción del acuerdo de aumento en el Registro Mercantil de forma previa o simultánea a la apertura del período de suscripción y una vez que la emisión hubiera sido verificada por la CNMV, de tal manera que una vez inscrito el acuerdo de aumento y concluido el período de suscripción, la sociedad pudiera solicitar sin más demora la admisión a negociación de las nuevas acciones, cuando éstas hubieran sido ya inscritas por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (la propuesta de esta comisión especial fue finalmente acogida como texto de la enmienda al Proyecto de Ley 37/1998, de Reforma de la Ley del Mercado de Valores presentada por el Grupo Parlamentario Catalán en el Senado de Convergència i Unió —enmienda nº 99—, con la que pretendía introducirse aquella propuesta como nuevo Título X (arts.111-116) de la Ley del Mercado de Valores de 1988; el texto de esta enmienda puede ser consultado en el BOCG, Senado, Serie II, nº 94, de 7 de septiembre de 1998; *vid.* también las críticas globales a la propuesta efectuadas por SÁNCHEZ ANDRÉS, "Apunte crítico sobre algunas propuestas", *cit., in totum.*). Por el contrario, si bien la misma idea de restringir las reformas en la legislación societaria a efectuar a través de la Ley 37/1998 - particularmente en relación los aumentos del capital- a las sociedades cotizadas se aprecia también en la contrapropuesta que, tras el conocimiento de la anterior, elaboró la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, esta intención quiebra precisamente en lo que se refiere al criterio para exceptuar la aplicación del principio de inscripción simultánea del acuerdo de aumento y de su ejecución, por cuanto que la contrapropuesta de la Comisión General de Codificación extiende la posibilidad de inscripción del aumento temporalmente separada a las emisiones de acciones "autorizadas o verificadas por la CNMV" (emisiones que pueden proceder, como inmediatamente veremos, tanto de sociedades cotizadas como no cotizadas), cuando el acuerdo de aumento hubiera previsto la suscripción incompleta. Esta última solución es, pues, la que ha pasado al texto definitivo de la Ley, por lo que la finalidad originaria de la propuesta de abrir brecha en el principio de inscripción simultánea del acuerdo de aumento y de su ejecución —esto es, adelantar temporalmente la admisión a cotización de las nuevas acciones emitidas con ocasión de ampliaciones de capital (*vid.* Exposición de Motivos de la Ley 37/1998)— queda hoy difuminada gracias al más amplio alcance de la reforma (la propuesta de la Comisión General de Codificación constituye sustancialmente —aunque con algunos añadidos de importancia— el texto de la enmienda nº 74 al Proyecto de la Ley 37/1998 presentada por parte del Grupo Parlamentario Popular en el Senado a fin de incorporar al Proyecto una Disposición Adicional Decimoquinta de modificación de determinados preceptos de la LSA. Esta enmienda, con mejor fortuna que la enmienda de Convergència i Unió, resultó finalmente aprobada, pasando, en consecuencia, a formar parte del texto definitivo de la Ley 37/1998, pudiendo ser consultada también el BOCG, Senado, Serie II, nº 94, de 7 de septiembre de 1998).

<sup>796</sup> Esta novedad tiene el efecto reflejo de contribuir a debilitar en gran parte algún argumento —probablemente el de mayor peso— utilizado por algunos autores en defensa de la tesis del carácter constitutivo de la inscripción del aumento en el Registro Mercantil frente a la tesis

2. Así las cosas, la posibilidad de practicar la inscripción separada del acuerdo de aumento y de su ejecución se vio acompañada de una medida para fomentar la práctica de la inscripción de la ejecución del aumento del capital cuando ya hubiera sido inscrito previamente el acuerdo de aumento. En efecto, el legislador, teniendo en cuenta que el simple *acuerdo* de aumento no es el *aumento* del capital (y, quizá también, la experiencia habida bajo la Ley de Sociedades Anónimas de 1951 y el Reglamento del Registro Mercantil de 1956), no pareció desear que la inscripción del mero acuerdo de aumento se prolongara indefinidamente en el tiempo sin haberse inscrito la escritura pública que constata su válida y efectiva ejecución. De ahí que, con el fin de promover la práctica de la inscripción de la ejecución del acuerdo de aumento y de evitar que el espacio temporal que media entre una y otra inscripción se prolongara excesivamente, se arbitrara un mecanismo basado, por un lado, en la desaparición de los datos registrales del acuerdo una vez transcurrido un plazo de tiempo estimado como razonable sin haberse presentado a inscripción la escritura de la ejecución (art. 162.4 LSA) y, por otro, en el sucesivo otorgamiento de un derecho de

---

del carácter declarativo, discusión que tiene como principal punto de interés la determinación del momento en que las nuevas "acciones" lo son en rigor (es decir, como títulos valor representativos de la nueva cifra de capital social) y la determinación del consiguiente momento de la adquisición de la condición de accionista por parte de los suscriptores: si la inscripción del aumento del capital en el Registro Mercantil es constitutiva, el aumento del capital no se produce *ni tan siquiera a efectos internos* hasta la práctica de tal inscripción, por lo que antes ni hay todavía nuevas acciones, ni hay todavía nuevos socios. Estos autores han venido otorgando a la inscripción del aumento del capital carácter constitutivo precisamente por el hecho de que el artículo 62 prohíbe la transmisión de las acciones tanto antes de la inscripción del acuerdo de aumento (que, insistimos, antes sólo era posible junto con la inscripción de la ejecución), como antes de la inscripción de la constitución de la sociedad en el Registro Mercantil, cuyo carácter constitutivo resulta indudable, toda vez que el fundamento de la intransmisibilidad de las acciones establecida en el artículo 62 habla de encontrarse en el carácter constitutivo de ambas inscripciones. La reforma operada por la Ley 37/1998 puede obligar a revisar estas premisas en atención a la posibilidad actual de que las acciones se transmitan antes de la inscripción de la ejecución del aumento cuando se hubiera inscrito anticipadamente el simple acuerdo de aumento. Los defensores de la tesis del carácter constitutivo podrán todavía objetar frente a esto último que la inscripción del acuerdo de aumento sigue siendo constitutiva puesto que sin ella no es posible transmitir las nuevas acciones. Pero no hay que olvidar que de la misma manera que el acuerdo de aumento del capital no es el aumento del capital —puesto que éste sólo se produce una vez culminada la ejecución—, la inscripción del acuerdo de aumento tampoco es la inscripción del aumento en sí, sino que esta última viene dada por la posterior inscripción de la ejecución del acuerdo (*vid.* en relación con el tema F. VICENT CHULIÁ/C. SALINAS ADELANTADO, "Derecho de sociedades y mercado de valores", *La Ley*, nº 4779, 21 de abril de 1999, p. 7 y ss. Los autores sostienen que las novedades introducidas en el artículo 162 de la Ley de Sociedades Anónimas no pueden servir para desvirtuar el carácter rigurosamente constitutivo que, a su juicio, tiene la inscripción de la ejecución del aumento en el Registro Mercantil).



resolución/restitución de las aportaciones a los *titulares* de las nuevas acciones, aprovechando, en este último aspecto, el régimen ya existente para el caso de la demora en la inscripción simultánea del acuerdo y de la ejecución del aumento (art. 162.5 LSA por referencia al art. 162.3 LSA)<sup>797</sup>. El fundamento de este sistema se encuentra, en definitiva, en el deseo de que la realidad registral coincida (a no mucho tardar) con la realidad extraregistral, impidiendo que en el Registro Mercantil permanezcan ilimitadamente inscripciones de acuerdos de aumento del capital social que pueden no haber sido ejecutados o cuya ejecución puede haber fracasado por unas u otras razones, con la consiguiente disminución del grado de seguridad jurídica y legítima confianza que cabe esperar de la publicidad legal de las inscripciones registrales.

La íntima relación existente entre el sistema de la doble inscripción del aumento previsto en el artículo 162.2 de la Ley de Sociedades Anónimas y el mecanismo para procurar la constancia registral de la inscripción de la ejecución del aumento, plantea una nueva duda interpretativa, a saber, a

---

<sup>797</sup> El apartado 3 del artículo 162 otorga el referido derecho de resolución/restitución a los *suscriptores* de las acciones, mientras que el apartado 5 del mismo precepto lo hace a los *titulares* de las nuevas acciones. Esta diferencia en cuanto a la denominación de los sujetos a quienes se atribuye el derecho, se explica en función de la posibilidad de que las nuevas acciones hayan sido transmitidas una vez inscrito el acuerdo de aumento, de modo que aquéllos que puedan ser los titulares de las acciones en el momento de poder ser ejercitado aquel derecho no tienen porqué coincidir necesariamente con los suscriptores (adquirentes originarios) de las acciones procedentes del aumento del capital. Dejando de lado la crítica que la reforma puede merecer en este aspecto para aquellos que entienden que antes de la inscripción de la ejecución del aumento no puede haber circulación de las nuevas acciones ni *titulares* de las mismas, por la sencilla razón de que antes de la referida inscripción no hay todavía, en rigor, nuevas acciones ni nuevos accionistas (*vid.* VICENT CHULIÀ/SALINAS ADELANTADO, "Derecho de sociedades y mercado de valores", *cit.*, p. 8; calificando de *lapsus calami* la expresión "titulares de acciones" presente en el nuevo apartado 5º del artículo 162; SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad anónima modelo 1998*, *cit.*, p. 155), conviene advertir de una consecuencia -de no despreciable importancia y gravedad- derivada de la remisión acrítica que este nuevo apartado 5º hace al contenido del apartado 3º del artículo 162: el derecho de restitución que el apartado 3º otorga lo es simplemente respecto de la *aportación* realizada al suscribir las acciones, incrementándose, todo lo más, con el derecho a recibir intereses si la falta de inscripción es imputable a la sociedad. Pues bien, la remisión indicada permite afirmar que el mismo derecho y con idéntico contenido asiste a aquéllos que sin haber sido *suscriptores* son *titulares* de las acciones como consecuencia de su transmisión antes de la inscripción del aumento para el caso de que esta inscripción no llegue a ser practicada, sin tener en cuenta que estos sucesivos adquirentes podrán haber pagado por ellas en el mercado — y eso será lo normal— un precio superior o inferior al valor de la aportación que en su día realizó el suscriptor y sin tener en cuenta que el valor real de esas acciones en el momento en que pueda ser ejercitado el derecho (piénsese en el más amplio margen surgido de la reforma —transcurrido un año desde el cierre del plazo de suscripción—) puede ser muy distinto al valor de aquella aportación (advirtiendo de este último problema VICENT CHULIÀ/SALINAS ADELANTADO, "Derecho de sociedades y mercado de valores", *cit.*, p. 8; y, sobre todo, SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad anónima modelo 1998*, *cit.*, p. 154-157)

qué tipo de sociedades sociedades anónimas es aplicable el sistema de la cancelación de la inscripción y el consiguiente derecho de resolución/restitución de los *titulares* de las nuevas acciones. Y es que aunque el artículo 162.4 del referido cuerpo legal limita su aplicación expresamente a las sociedades *cotizadas*, las sociedades cotizadas no son las únicas cuyas emisiones pueden haber recibido la autorización y verificación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores<sup>798</sup> y las únicas que pueden, en consecuencia, acogerse al sistema de la doble inscripción del aumento<sup>799</sup>. Así, ¿quid de las sociedades que no son cotizadas pero que han inscrito el acuerdo de aumento antes de la ejecución del mismo?, ¿se les aplica igualmente el sistema de la cancelación registral y del reconocimiento de los derechos de resolución/restitución en los términos prescritos por los apartados 4 y 5 del artículo 162 a pesar de no ser cotizadas y en base a una especie de identidad de razón entre ambos supuestos?, ¿debe entenderse, por el contrario, que por no ser cotizadas no quedan sometidas a este nuevo régimen, sino al general previsto para la inscripción simultánea (art. 162.3 LSA)?<sup>800</sup>.

Ciertamente una interpretación basada en el mero tenor literal de la norma (interpretación gramatical) aboga por esta última solución. Ahora bien, el recurso a otros métodos interpretativos superadores o correctores

---

<sup>798</sup> Cfr. los artículos 25-30 de la Ley del Mercado de Valores, en los que en ningún caso se hace referencia al hecho de que la sociedad emisora cotice o no como criterio para que la emisión deba ser objeto de verificación y, excepcionalmente, de autorización por parte de la CNMV. Frente al principio general de libertad de emisión que convierte en excepcionales los casos que precisan de *autorización* previa (vid. art. 25 LMV y, en la doctrina, DE CARLOS BERTRÁN, *Régimen jurídico de las ofertas públicas*, cit., p. 203-204), la regla general en lo que se refiere a la verificación es, precisamente, la del sometimiento de todas las emisiones de valores al trámite de comunicación previa y verificación por la CNMV (arts. 26-29 LMV), siendo excepcionales los casos en que la emisión no está sometida al cumplimiento de tales requisitos, respecto de los que tampoco se ha incluido como criterio el hecho de la cotización (cfr. art. 30 LMV; vid. también J. E. CACHÓN BLANCO, "Artículo 5. Requisitos de la emisión de valores", en F. Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, p. 100 y ss.)

<sup>799</sup> Conviene recordar que la posibilidad de inscribir anticipadamente el acuerdo de aumento está ligada al cumplimiento de dos condiciones: que en el acuerdo se haya previsto la suscripción incompleta y que la emisión haya sido autorizada o verificada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

<sup>800</sup> Esta falta de coherencia no se producía en las diferentes propuestas preparatorias de la reforma de 1998 en este punto. Así, en la propuesta patrocinada por la CNMV —y que, como hemos indicado, llegó a figurar como texto de la enmienda al Proyecto de la Ley 37/1998 presentada por Convergència i Unió— ambas medidas (la posibilidad de inscripción separada del acuerdo de aumento y de su ejecución y la cancelación registral por demora en la inscripción de esta última) iban dirigidas a ser aplicadas sólo a las sociedades bursátiles. Y la misma coherencia —aunque en otro sentido— presentaba el texto original de la propuesta elaborada en el seno de la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación y que, tras algunas modificaciones, se convirtió en el texto de la enmienda nº 74. —finalmente aprobada— que presentó el Grupo Parlamentario Popular. En esta última propuesta, las referidas medidas resultaban de aplicación, simplemente, a los casos de emisiones autorizadas o verificadas por la CNMV, sin exigirse respecto de ninguna de ellas que la sociedad emisora fuera cotizada.

del texto literal de la norma (ya sean éstos índole sistemática, o ya de carácter teleológico o finalista) puede conducir a resultados diferentes<sup>801</sup>. En efecto, supuesto que el sistema de cancelación de la inscripción del acuerdo de aumento previsto en el artículo 162.4 se basa en el sistema de la doble inscripción y tiende a evitar que la solicitud de la inscripción de la ejecución del aumento, o bien no se realice, o bien se efectúe de manera muy dilatada en el tiempo, lo lógico es que aquél se aplique a todos los casos en que la sociedad se haya acogido al sistema de la doble inscripción, sea cotizada o no<sup>802</sup>.

Pero la misma coherencia puede obtenerse acudiendo al camino inverso, es decir, por la vía de restringir la aplicación del sistema de la doble inscripción del aumento a las sociedades cotizadas (cuya emisión haya sido autorizada o verificada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores). Esta idea puede encontrar respaldo en la idea que inicial y principalmente pareció inspirar la reforma de 1998, y que no era otra que la de adaptar el régimen societario a las especiales exigencias de las sociedades cotizadas. Además, en del marco de esta idea, valga recordar que la ruptura del principio de la inscripción simultánea del acuerdo de aumento y de su ejecución era en aquella reforma una medida originariamente dirigida a agilizar y adelantar temporalmente la admisión a cotización de las nuevas acciones emitidas<sup>803</sup>.

---

<sup>801</sup> En el propio artículo 3.1 del Código Civil se indica que el elemento gramatical o literal no puede ser el único a utilizar, sino que la interpretación de las normas jurídicas "según el sentido propio de sus palabras" debe ponerse en relación, entre otros aspectos, con el contexto normativo, atendiendo *fundamentalmente* al espíritu y finalidad de aquéllas, lo que legitima al intérprete para superar el significado de un texto gramaticalmente claro cuando éste no se encuentre en consonancia con el espíritu de la Ley o resulte incoherente en relación con otros textos normativos conectados al mismo. Así, se ha indicado que "la letra de la ley puede ser el punto de partida de la interpretación y los propósitos del legislador servir para aclarar su sentido, pero ni una ni otros son un límite infranqueable (DE CASTRO, *Derecho Civil de España, cit.*, p. 462), insistiendo en que "toda regla jurídica, aun la de apariencia más clara gramaticalmente, requiere una interpretación jurídica conforme a su fin" (*op. loc. ult. cit.*, p. 468).

<sup>802</sup> La utilización del elemento sistemático y, en mayor medida, la búsqueda del fin jurídico de la norma puede llevar a la necesidad de realizar una interpretación correctora del sentido literal de la Ley. Esta labor correctora puede ser, bien restrictiva, o bien extensiva, según que el sentido de la norma se extienda o se reduzca con relación al patrón normal. La interpretación será restrictiva en los casos en que sea preciso reducir el alcance del texto literal de la norma. Por el contrario, la interpretación será extensiva cuando la *ratio* del precepto permita prescindir de alguno de los presupuestos contenidos en él (LACRUZ BERDEJO, *Elementos de Derecho civil*, I, vol. 1º, *cit.*, p. 237-239), es decir, cuando sea preciso "ampliar la letra de la ley hasta que comprenda todos los supuestos a los que su racionalidad se refiere" (DE CASTRO, *Derecho Civil de España, cit.*, p. 474). A nuestro juicio, esto último es lo que ocurre con el artículo 162.4 de la Ley de Sociedades Anónimas en relación con el elemento de la *bursatilidad* de las sociedades en él comprendidas. Tanto una mínima exigencia de coherencia interna dentro del propio artículo 162, como el fin al que responde el referido apartado 4 de este precepto pueden conducir a la necesidad de prescindir del elemento de la *bursatilidad* para comprender también algunos otros supuestos referidos a sociedades no cotizadas.

<sup>803</sup> Así, VICENT CHULIÁ/SALINAS ADELANTADO, "Derecho de sociedades y mercado de valores", *cit.*, p. 7, quienes consideran que, aunque la norma no lo diga expresamente, la excepción al principio de inscripción simultánea está prevista exclusivamente en favor de las sociedades cotizadas.

## **2.2. El destino del aumento del capital en el caso de la cancelación de la inscripción del acuerdo de aumento y del ejercicio del derecho de resolución/restitución por los titulares de las nuevas acciones emitidas**

1. Sobre la base de la razón que inspiró la introducción de este nuevo régimen para las sociedades cotizadas que se demoren en la solicitud de inscripción de la escritura de ejecución del aumento en el Registro Mercantil, es menester preguntarse, según anticipábamos, por el destino de la operación de aumento del capital cuando algunos de los *titulares* de las nuevas acciones hayan procedido a ejercitar el derecho de resolución/restitución que les otorga el artículo 162.5 de la Ley de Sociedades Anónimas.

A este respecto valen las consideraciones ya efectuadas en relación con lo inadecuado que resulta arbitrar una solución para este supuesto de *aumento incompleto sobrevenido* basada en la aplicación analógica del artículo 161 del citado texto legal<sup>804</sup>. Ahora bien, esto no significa, empero, que haya de postularse idéntica solución a la propuesta en relación con destino del *aumento incompleto sobrevenido* como consecuencia del ejercicio de los derechos de resolución/restitución conforme al régimen general (ap. 1 y 3 del art. 162 LSA), toda vez que referido *régimen especial* para las sociedades cotizadas tiene algunas particularidades no despreciables que lo hacen diferente.

2. Ciertamente es que el apartado 5 del artículo 162 otorga el derecho de resolución/restitución por simple remisión al apartado 3 del mismo precepto legal. De esta remisión habría, pues, que extraer en principio las mismas conclusiones ya expuestas sobre la posibilidad de que la sociedad resuelva la obligación de aportar y restituya las aportaciones ya realizadas sólo a aquéllos que hayan ejercitado expresamente su derecho, sobre la posibilidad de que la cuantía

---

<sup>804</sup> Además, hay que recordar que, tratándose de sociedades cotizadas y de emisiones públicas, lo normal es que la sociedad haya introducido en las condiciones de emisión la oportuna previsión de un aumento parcial, de modo que, en la duda, la reconducción de este caso al de la suscripción incompleta conduciría, de hecho, a idénticas consecuencias que las que se han postulado bajo la tesis de la inaplicabilidad de la norma de la suscripción incompleta: la eficacia del aumento por la cifra inferior que resultara de restar el importe de las suscripciones resueltas.

definitiva del aumento del capital quede válida y eficazmente limitada en función de los derechos ejercitados sin necesidad de haber previsto esta contingencia con anterioridad, y, consiguientemente, sobre la posibilidad de inscribir el aumento del capital fuera de plazo y a pesar de haber existido ya ejercicio de algún derecho de resolución/restitución. Sin embargo, como bien puede advertirse, en este régimen especial para las sociedades cotizadas el otorgamiento del derecho de resolución/restitución a los *titulares* de las nuevas acciones queda condicionado a la *previa cancelación de la inscripción registral del acuerdo de aumento*, es decir, que sólo después de que el registrador haya cancelado la inscripción del acuerdo de aumento, nace para estos *titulares* tal derecho y, con él, la posibilidad de ejercitarlo.

3. Precisamente, es el sometimiento del derecho de resolución/restitución a la previa cancelación de la inscripción del acuerdo de aumento del capital anteriormente practicada (que puede realizarse incluso de oficio por el registrador) lo que induce a pensar que, quizá, el legislador ha pretendido optar aquí por un modelo *cuasiautomático* de ineficacia del aumento basado en el mero transcurso del plazo legal fijado para solicitar la inscripción de la ejecución del acuerdo. En efecto, el hecho de que la inscripción del acuerdo de aumento deba ser cancelada (con la consiguiente notificación de la cancelación a la sociedad emisora y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores) tras el cumplimiento del plazo de un año desde el cierre del período de suscripción, junto al hecho de que, sucesivamente, se otorgue a los titulares de las acciones el referido derecho, sugiere que la eficacia del aumento decae por el transcurso del señalado plazo, de modo que, una vez practicada aquella cancelación, el aumento del capital ya no podrá ser de nuevo inscrito en el Registro Mercantil<sup>805</sup>. Si otra cosa se hubiera

---

<sup>805</sup> Así parece entenderlo SÁNCHEZ ANDRÉS, *Sociedad anónima modelo 1998*, cit., p. 158. Si esto es así, resulta criticable que el apartado 5 del citado artículo 162 haya regulado la resolución/restitución de las aportaciones como un *derecho* de los *titulares* de las nuevas mediante el simple aprovechamiento de lo que ya establecía el mismo precepto para el régimen precedente. Si lo que ha pretendido el legislador con el nuevo régimen para las sociedades cotizadas que se hayan acogido al sistema de la doble inscripción del aumento es, como creemos, establecer un sistema de eficacia claudicante del aumento del capital por el transcurso del plazo legal para inscribir la ejecución del aumento, hubiera sido razonable (como ya sugiriera SÁNCHEZ ANDRÉS, "Aumento y reducción", cit., p. 378-379) establecer la obligación de la sociedad de proceder a la

pretendido, lo lógico habría sido no hacer depender la concesión del referido derecho de resolución/restitución de la previa cancelación de la inscripción del acuerdo de aumento, a fin de dar la oportunidad para que la sociedad pueda todavía presentar la solicitud de la inscripción de la ejecución del aumento (aunque fuera de plazo y por la cifra resultante de restar la cuantía que representen los derechos ejercitados). Ésto indica a su vez (sobre todo porque la cancelación puede practicarse de oficio por el registrador y no sólo a solicitud de los interesados) que la norma no ha pretendido aquí la simple tutela del interés particular de los suscriptores (en rigor, de los *titulares* de las nuevas acciones), sino también (y sobre todo) la tutela del interés público, contrario a la constancia registral de acuerdos de aumento del capital cuya ejecución (como puede evidenciar el hecho de su demora de más de un año en la presentación a inscripción) puede no haber llegado a producirse o haber fracasado<sup>806</sup>.

---

devolución de las aportaciones sin necesidad de solicitud, como, por ejemplo, se hace en el caso de ineficacia del aumento por suscripción incompleta (art. 161.2 LSA).

<sup>806</sup> Fueron, probablemente, las dudas sobre la legitimidad de la admisión a cotización de las nuevas acciones y la consiguiente posibilidad de circulación de las mismas en el mercado de valores organizado antes de practicada la inscripción de la ejecución del aumento en el Registro Mercantil (junto con el temor a las graves e indeseables consecuencias que podía desatar la falta de inscripción de la ejecución del aumento cumplido el plazo legal en una situación en la que las nuevas acciones podían llevar ya circulando casi un año), lo que hizo que poco después de la reforma de 1998 —concretamente, el 4 de mayo de 1999— se procediera a la firma de un Protocolo entre el Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y las Bolsas de Valores con la intención de acortar aún más, de definir mejor y de coordinar las fases y plazos del proceso de inscripción del aumento del capital en el Registro Mercantil, y el proceso de admisión a negociación bursátil de las nuevas acciones según las posibilidades ofrecidas por el artículo 162 de las Ley de Sociedades Anónimas. Básicamente, los trámites y compromisos a cumplir por las entidades firmantes del referido Protocolo fueron los siguientes: 1º.— La inscripción del acuerdo de aumento en el Registro Mercantil debe haberse producido, preferentemente, antes de que comience el plazo de suscripción y, en todo caso, antes de que finalice este período; 2º.— La inscripción de la escritura de ejecución del acuerdo (llamada en el Protocolo “escritura de cierre”) debe realizarse como máximo seis días después de que haya finalizado el plazo de suscripción; 3º.— El mismo día en que se inscriba la escritura de cierre, el Registrador lo comunicará a la CNMV y ésta al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y a la Bolsa correspondiente; 4º.— El mismo día en que se efectúen las anteriores comunicaciones o, a lo sumo, al día siguiente, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y la Bolsa correspondiente remitirán a la CNMV las certificaciones de alta de los valores en el registro correspondiente y la asignación individualizada de los titulares de las acciones; 5º.— Recibida la verificación de la CNMV, las Bolsas adoptarán el acuerdo de admisión en un plazo no superior a dos días.

Como puede advertirse, el referido Protocolo, en la medida en que sea cumplido, vuelve de nuevo a postergar temporalmente el alta de las nuevas acciones en el registro de anotaciones en cuenta a cargo del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y la admisión a cotización de las nuevas acciones hasta después de que se haya realizado la inscripción de la escritura de

---

ejecución en el Registro Mercantil. Con ello, se provoca un vaciamiento *de facto* del nuevo contenido del artículo 162 dado por la reforma de 1998 en relación con la posibilidad de que las nuevas acciones circulen antes de haberse producido la inscripción de la ejecución del aumento. Además, se agudiza la marginalidad del supuesto de falta o de demora en la solicitud de la inscripción de la escritura de ejecución del aumento en el Registro Mercantil por parte de la sociedad, toda vez que los perjuicios derivados de la no admisión a cotización de las nuevas acciones (que el referido Protocolo hace depender, de nuevo, de la inscripción de la ejecución del aumento) serán suficiente aliciente para que la sociedad emisora se apresure a cumplir con los trámites precisos para que pueda ser practicada aquella inscripción nada más finalizar el plazo de suscripción.

#### IV. EL AUMENTO INCOMPLETO COMO CONSECUENCIA DE LA INVALIDEZ DE UNA O VARIAS DECLARACIONES DE SUSCRIPCIÓN

##### 1. Los supuestos de ineficacia o invalidez del negocio/declaración de suscripción

Según se ha visto a lo largo de este trabajo, la suscripción de acciones en el contexto de una operación de aumento del capital puede ser considerada desde una doble perspectiva: como un negocio jurídico con efectos jurídico-reales por el cual el suscriptor se compromete a aportar a la sociedad determinados elementos patrimoniales como contrapartida a la adquisición de un cierto número de acciones de nueva creación, o bien como una declaración de voluntad negocial (acto unilateral) emitida por aquél que solicita la adquisición de esas nuevas acciones<sup>807</sup>. Conforme a este doble significado del término —y aunque el Derecho español no disponga de un precepto específico que regule el supuesto de la suscripción defectuosa o viciada<sup>808</sup>—se comprende que la suscripción de las acciones nuevas acciones ya efectuada por el suscriptor puede ser (con algunas excepciones justificadas por la especialidad de la materia) anulada o rescindida con arreglo a la disciplina que preside la teoría general del contrato<sup>809</sup>. Así, cabe imaginar que:

---

<sup>807</sup> De este doble significado del término "suscripción" hablan, por ejemplo, entre muchos otros, BELVISO, "Realità e consensualità", *cit.*, p. 327; LUTTER, *Kölner Komm.*, *cit.*, § 185, marginal 7; HEFERMEHL/BUNGEROTH, *AktG Komm.*, *cit.*, § 185, marginales 7 y 42 (suscripción como *rechtsgeschäftliche Willenserklärung*, y suscripción como *Vertrag —Zeichnungvertrag—*). En nuestra doctrina, ya GARRIGUES-Olivencia (*Comentario*, I, *cit.*, p. 205-206) destacaron este doble aspecto de la noción; *vid.* asimismo, más recientemente, L.A. VELASCO SANPEDRO ("Artículo 12. Suscripción y desembolso inicial mínimo", en F. Sánchez Calero, dir., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, t. I, *Disposiciones generales. Fundación de la sociedad y aportaciones. Artículos 1º a 46*, Madrid, 1997, p. 360).

<sup>808</sup> *Cfr.*, por el contrario, el artículo 1844-16 del Código civil francés (relativo a los vicios en que puede incurrir la participación de cada socio en cualquier tipo de sociedad) y, sobre todo, los artículos 41 y 45 a 47 del Código de Sociedades Comerciales portugués.

<sup>809</sup> El tema de la nulidad, anulabilidad y rescisión —siguiendo la clasificación clásica de los tipos de ineficacia de los negocios jurídicos— del negocio de suscripción no ha atraído especialmente la atención de nuestra doctrina (*vid.*, no obstante, las páginas dedicadas a este tema por la doctrina tradicional por GARRIGUES-Olivencia, *Comentario*, I, *cit.*, p. 297-299; DE LA CÁMARA, *Estudios*, I, *cit.*, p. 474 y ss.; BÉRGAMO, *Sociedades Anónimas (Las acciones)*, I, *cit.*, p. 271 y ss; y más recientemente, alguna indicación en VICENT CHULIÁ, *Introducción al Derecho Mercantil*, *cit.*, p. 437). En cambio, muestra mayor preocupación entre los autores extranjeros. Así, por ejemplo, en Alemania se sostiene que son aplicables sin duda al contrato de suscripción



a) El sujeto autor de la suscripción carezca de capacidad de obrar, tenga esta capacidad de obrar limitada, o se encuentre en una situación de inhabilitación que le impida disponer libremente de los bienes propios. Como es sabido, en los casos de incapacidad de uno de los contratantes, el Ordenamiento jurídico permite, como medida de protección de la persona incurso en esa situación de incapacidad, que el contrato pueda ser anulado por el representante legal del incapaz o por éste mismo tras alcanzar la plena capacidad (arts. 1263, 1300 y 1301 C.c.). En otros casos, las consecuencias de la contratación por personas que no tienen la libre administración y disposición de sus bienes van más allá de la mera posibilidad de anular el contrato. Así ocurre, como ejemplo más relevante, en la inhabilitación del quebrado, que determina la nulidad de pleno derecho de los actos de disposición realizados por el quebrado después de la fecha de retroacción de la quiebra (art. 878, 2º párrafo, C. de C. de 1885)<sup>810</sup>. Cercano a estos supuestos se encuentra, en fin, el supuesto del contrato celebrado por el *falsus procurator*. Es pacífico en la doctrina que el contrato celebrado por el representante sin poder es, a salvo de la ratificación del mismo por el *dominus*, un contrato ineficaz, quedando únicamente en discusión la calificación jurídica que merece dicha ineficacia<sup>811</sup>.

---

(*Zeichnungvertrag*) las reglas generales sobre los negocios jurídicos y los contratos contenidas en el Código civil (BGB), en especial, sobre falta o limitación de la capacidad de obrar, vicios de la voluntad, impugnabilidad y defectos de representación (por ejemplo, LUTTER, *Kölner Komm.*, § 185, marginal 13). También se destaca que el contrato de suscripción podrá ser declarado nulo por simulación o falta de seriedad en las declaraciones o por usura (HEFERMEHL/BUNGEROTH, *AktG Komm.*, § 185, marginal 90). En Italia, *vid.*, especialmente, G.B. PORTALE, "Mancata attuazione del conferimento in natura e limiti del principio di effettività del capitale nella società per azioni", *Riv. Soc.*, enero-febrero 1998, p. 1 y ss.; en Francia, entre otros, DANA-DÉMARET, *Le capital social*, *cit.*, p.139 y ss.

<sup>810</sup> La doctrina considera, sin embargo, que la nulidad derivada de la inhabilitación del quebrado presenta algunas especialidades respecto de la nulidad general, habida cuenta de los intereses que persigue el proceimiento concursal. Así, se reconoce que es posible que la sindicatura ratifique el acto del quebrado cuando considere que dicho acto beneficia a la masa (*vid.* E. BELTRÁN, en R. Uria/A. Menéndez, *Curso de Derecho Mercantil*, II, Madrid, 2001, p. 927)

<sup>811</sup> Un resumen de las distintas tesis ensayadas (teoría de la nulidad, de la anulabilidad, de la eficacia sometida a condición, del negocio imperfecto o en vías de formación) puede verse en L. DIEZ-PICAZO, *La representación en el Derecho privado*, Madrid, 1979 (reimpr. 1992), p. 218-219.

b) La declaración de voluntad del suscriptor se encuentre, igualmente, aquejada de algún vicio susceptible de promover la acción de anulación del negocio de suscripción. Es aplicable, en este ámbito, la doctrina de los vicios del consentimiento (violencia, intimidación, dolo y error) como causa de anulabilidad del contrato por parte del sujeto que ha padecido el vicio (arts. 1265 y ss. C.c.).

Ciertamente, en relación con materia que nos ocupa será extraño encontrar en la práctica supuestos relevantes de violencia o de intimidación. Menos raro es, por el contrario, imaginar situaciones de error padecidas por el suscriptor, sobre todo, si este error está fundado en el comportamiento doloso e intencionado de los administradores de la sociedad a fin de promover la suscripción de las nuevas acciones mediante la manifestación de datos falsos (u ocultación de datos verdaderos) lo suficientemente relevantes para servir de presupuesto de la decisión de participar en la ampliación del capital suscribiendo un determinado número de acciones (error como consecuencia de dolo)<sup>812</sup>. En este contexto, adquiere particular significado el error padecido por los suscriptores-inversores derivado de inexactitudes o/y omisiones en el contenido del folleto informativo en el caso de emisiones públicas. Dejando de lado —en cuanto no interesan a efectos de este trabajo— las consecuencias de estas inexactitudes o insuficiencias del folleto en el plano de la responsabilidad por daños de la entidad emisora y de las entidades directoras de la emisión frente a los suscriptores-inversores (responsabilidad derivada del folleto o *Prospekthaftung* en la conocida terminología alemana), entre la doctrina se ha sostenido que las omisiones e inexactitudes del folleto, cuando se refieran a datos significativos que puedan resultar relevantes, pueden llegar a provocar la anulación del negocio jurídico-

---

<sup>812</sup> Como es sabido, sólo el llamado "dolo causante" (aquél que, imputable a una parte contratante, es la causa misma de que el otro contrate) y no el simple "dolo incidental" es susceptible de ser alegado para anular el contrato, siempre que, además, sea *intencional* y *grave* (vid. DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, cit., p. 171-172). Por lo que se refiere al error (constituido por una representación inexacta de la realidad que sirve como presupuesto para celebrar el contrato), éste ha de tener en todo caso carácter *esencial* y ser *excusable* (es decir, que no haya podido ser evitado empleando una diligencia media) para que pueda ser relevante como vicio del consentimiento (vid. A. M. MORALES MORENO, *El error en los contratos*, Madrid, 1988, p. 189 y ss.)

privado de suscripción conforme a la doctrina general de los vicios del consentimiento.

El fundamento de esta opinión reside en la función que cumple el folleto de cara a la formación de la voluntad de los potenciales inversores. Según es sabido, los requisitos de "completud, suficiencia y calidad" de la información suministrada por el folleto<sup>813</sup> tienen como fin hacer posible que los inversores se formen un juicio razonado, completo y fundado sobre la inversión que se les propone (esto es, sobre la emisión y los valores que la integran) y una imagen fiel del emisor (art. 28 LMV y art. 15 R.D. 291/1992, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores). Desde esta perspectiva se ha indicado que "las inexactitudes u omisiones relevantes a que se refiere el artículo 21.1 RD nos sitúan ante supuestos en los cuales la información contenida en el folleto no permite una formación de la voluntad del inversor/suscriptor sobre la base de una representación real de las cualidades y condiciones esenciales del valor objeto de la emisión/oferta o de las características de la emisión o de la entidad emisora u oferente, de manera que se provoca un error esencial en la formación de la voluntad negocial del suscriptor o adquirente determinante de un *vicio del consentimiento* en los términos del artículo 1266 del Código Civil, lo que determinaría la *anulabilidad del negocio de suscripción/adquisición del valor*, supuesto que podría, además, ser reconducible al artículo 1270 del Código Civil cuando la inexactitud u omisión hubiese sido realizada por el emisor con la intención o propósito de engañar al suscriptor/adquirente, supuesto este último en que igualmente cabría la anulación del negocio de suscripción/adquisición"<sup>814</sup>.

---

<sup>813</sup> ALONSO UREBA, "Inexactitudes u omisiones en el contenido del folleto", *cit.*, p. 3096.

<sup>814</sup> ALONSO UREBA, "Inexactitudes u omisiones en el contenido del folleto", *cit.*, p. 3101-3102; igualmente, respecto de la posibilidad de anular el negocio de suscripción conforme a la teoría del error y del dolo como vicios del consentimiento, GRIMALDOS GARCÍA, *Responsabilidad civil derivada del folleto*, *cit.*, p. 188 y ss.; M. G. RUBIO DE CASAS, "Comentario al artículo 22", en F. Sánchez Calero (dir), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores*, Madrid, 1995, p. 513; entre la doctrina extranjera, *vid.* por ejemplo, FERRARINI, *La responsabilità da prospetto*, *cit.*, p. 128 y ss. Es conveniente subrayar que la doctrina del error ha sido incorporada expresamente (aunque de manera soslayada) a la vigente redacción del artículo 15 del Real Decreto 291/1992, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores dada por el Real Decreto 2590/1998. Este precepto, después de exponer la finalidad del folleto, establece que "a estos efectos, el folleto contendrá una información reglada que no omita datos relevantes ni

c) También es posible imaginar, en fin, que el negocio de suscripción pueda ser objeto de *rescisión* por el propio suscriptor o por un tercero con interés legítimo. Siendo la rescisión del contrato, al menos en el Derecho español, un remedio en gran medida excepcional y de carácter subsidiario, la Ley admite todavía (arts. 1290-1299 C.c.) que los contratos válidamente celebrados puedan ser posteriormente rescindidos mediante el ejercicio de una específica acción de impugnación (acción rescisoria). Las consecuencias del ejercicio de esta acción rescisoria son, básicamente, la ineficacia del contrato y la consiguiente obligación de devolver las cosas que fueron objeto del mismo.

Según destaca la doctrina civilista, nuestro Derecho conoce dos tipos fundamentales de acciones rescisorias: la acción que persigue la rescisión del contrato por lesión (cuya legitimación corresponde únicamente al contratante que ha sufrido el perjuicio o la lesión derivada del contrato) y la acción de rescisión del contrato celebrado en fraude de acreedores, en la que la legitimación corresponde a los acreedores de uno de los contratantes que han visto lesionado su derecho de crédito como consecuencia de la disposición patrimonial realizada por el

---

incluya informaciones que puedan inducir a error en los inversores. Deberá estar redactado con un lenguaje claro y preciso que no dé lugar a la formación de un juicio erróneo entre sus destinatarios".

A juicio de algunos autores, para que el error sufrido por el suscriptor/inversor pueda ser causa de la anulación del contrato de suscripción, éste debe incidir de manera esencial en la valoración de los intereses de *rentabilidad, liquidez y seguridad* de los valores emitidos, de modo que los defectos de información que no afecten a estos criterios de valoración (o no lo hagan de manera suficientemente relevante) no podrán alegarse eficazmente para estimar la anulabilidad del contrato de suscripción por error. Así, cabe suponer como supuestos más relevantes para permitir la anulación del contrato de suscripción, el error sobre la liquidez de los valores suscritos/adquiridos y el error sobre el patrimonio social del emisor (GRIMALDOS GARCÍA, *Responsabilidad civil derivada del folleto*, cit., p. 189 y p. 193 y ss.).

A diferencia de los supuestos de inexactitudes y omisiones en el folleto informativo, es dudoso, sin embargo, que el supuesto de inexistencia de un folleto verificado y registrado por la CNMV, pueda ser causa de la anulación de los negocios de suscripción. Así, aunque admitiendo lo dudoso del tema desde una perspectiva estrictamente jurídico-privada, algunos se inclinan por proyectar las consecuencias de tal inexistencia, de manera exclusiva, en el plano del Derecho administrativo sancionador pero no en el plano de la validez de los negocios de suscripción/adquisición celebrados (ALONSO UREBA, "Inexactitudes u omisiones en el contenido del folleto", cit., p. 3105-3106).

deudor en virtud de aquel contrato (acción pauliana de los arts. 1297 y 1111 C. c.)<sup>815</sup>.

Por lo que se refiere a la acción de rescisión por lesión, ésta se encuentra fundada en la existencia de una lesión o de un perjuicio que sufre uno de los contratantes como consecuencia de la existencia de un desequilibrio en las contraprestaciones derivadas del contrato que conduce a un resultado injusto. El escaso margen que el Derecho español deja al ejercicio de este tipo de acción rescisoria (ya que el artículo 1294 C.c. la limita a los casos señalados por el artículo 1291.1º y 2º C.c. —contratos celebrados en representación de personas ausentes y contratos celebrados por los tutores en representación de menores e incapacitados sin la autorización que en cada caso fuera pertinente—), junto a la *falta de sinalagma* entre la aportación que realiza el suscriptor y la participación social que éste recibe sobre el que se pueda valorar la situación de desequilibrio, hacen difícil que el negocio de suscripción pueda ser rescindido por este motivo<sup>816</sup>.

---

<sup>815</sup> DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos*, I, *cit.*, p. 508; *id.*, *Fundamentos*, II, *cit.*, p. 734 y p. 739, destacando que el Derecho español contempla sin lugar a dudas la acción pauliana como una acción rescisoria y no como una acción de nulidad; también, LACRUZ BERDEJO, *Elementos de Derecho civil*, II, vol. 1º, *cit.*, p. 244.

<sup>816</sup> En otros Ordenamientos jurídicos que otorgan un margen más amplio a la rescisión del contrato por lesión, algunas opiniones autorizadas han destacado la posibilidad de utilizar este instrumento en relación con el contrato de sociedad y con las singulares participaciones de los socios. Así, conforme al Derecho italiano (que contempla la rescisión en los artículos 1447 y 1448 del *Codice Civile* en términos menos rigurosos que los del Derecho español), el Profesor PORTALE considera que, a pesar de que este remedio está dispuesto en la Ley para tutelar situaciones de inicuidad en las contraprestaciones del contrato (es decir, para remediar resultados injustos en los contratos de cambio de carácter sinalagmático), se admite que entre aportación social y participación social debe existir también una cierta relación de proporcionalidad, de manera que, en virtud de dicha relación de proporcionalidad, el contrato de sociedad consiente la aplicación de algunos de los institutos típicos de los contratos bilaterales sinalagmáticos, incluida la rescisión (PORTALE, "Mancata attuazione del conferimento in natura", *cit.*, p. 44 y ss.; en parecido sentido, si bien entendiendo que la relación de bilateralidad se establece entre la aportación social y el resultado económico (utilidad emergente) que el aportante espera del desarrollo de la actividad social, F. S. MARTONARO, *La revocatoria dei conferimenti in società di capitali*, Milano, 2000, p. 34-38; C. GANDINI, "Modificazioni dell'atto costitutivo nelle società di capitali: adempimenti pubblicitari de aumento del capitale sociale" (II), *Giur. Comm.*, 1989, I, p. 1030-1032, con comentario de la sentencia de la Corte de Casación de 27 de febrero de 1976, que admitió ya la posibilidad de rescindir el acto de aportación por lesión enorme). Es de destacar que el artículo 45 del Código de Sociedades Comerciales portugués establece que la *usura* puede ser invocada por el socio para dejar ineficaz el negocio de aportación.

Más probable será encontrar supuestos de rescisión del negocio de suscripción por fraude de acreedores, ya sea en los márgenes generales de la acción pauliana, ya en el caso particular de las acciones revocatorias especiales, que no son sino acciones rescisorias, ejercitadas dentro del procedimiento de quiebra del empresario (arts. 879-882 C. de C. de 1885)<sup>817</sup>. La acción pauliana es una medida de conservación del patrimonio del deudor dispuesta a favor de los acreedores en garantía y defensa de sus derechos de crédito, y dirigida, con este fin, a la rescisión de los actos o negocios de disposición patrimonial realizados por el deudor en fraude de tales derechos y a la consiguiente reintegración de los bienes al patrimonio del deudor. Pues bien, sobre estas premisas no será del todo extraño, sobre todo en sociedades pequeñas, encontrar supuestos en los que la suscripción de acciones procedentes de una ampliación del capital social haya sido realizada por algún sujeto con la precisa intención de sacar determinados bienes de su patrimonio (mediante la ejecución de la aportación social a la que se compromete por causa de la suscripción) y sustraerlos, de este modo, de la acción de cobro de sus acreedores personales<sup>818</sup>. Cuando la suscripción, situada en este contexto, ha sido efectuada en connivencia con la sociedad (pues la buena fe del adquirente enerva la acción rescisoria) la estimación de la demanda de rescisión determinará la obligación de la sociedad de restituir el bien objeto de

---

<sup>817</sup> Vid. BELTRÁN, en Uria/Menéndez, *Curso de Derecho Mercantil*, II, cit., p. 955-956.

<sup>818</sup> El tema de la acción de rescisión por fraude de acreedores sobre la aportación social no ha merecido hasta el momento la atención de la doctrina española. En la jurisprudencia, vid. SAP de Baleares de 12 de mayo de 1998 (AC, 1998, nº 19, d 822) y SAP de Madrid de 9 de junio de 1998 (AC 1999, nº 1, d 11). En la jurisprudencia extranjera, vid. sentencia de la Corte de Casación italiana de 11 de marzo de 1995 (*Giur. Comm.*, 1996, II, p. 14 y ss.), que resuelve por primera vez sobre el tema de la acción de rescisión de la aportación social efectuada a una sociedad de capital; sentencia de la Corte de Casación italiana de 5 de diciembre de 1996 (*Giur. Comm.*, 1998, II, p. 483 y ss.); sentencia de la Corte de Casación italiana de 5 de febrero de 1996 (*Riv. Dir. Comm.*, 1996, p. 255 y ss.); sentencia del BGH alemán de 15 de diciembre de 1994; sentencia de la Corte de Casación francesa de 14 de febrero de 1995 (*Rev. Trim. Droit Comm.*, abril-junio de 1995, p. 421 y ss.). En la doctrina extranjera, este tema ha recibido recientemente especial atención por parte de la doctrina italiana, vid., entre otros, ROCCO DI TORREPADULA, *Partecipazione in società e revocatoria*, cit., en particular, p. 326 y ss.; MARTONARO, *La revocatoria dei conferimenti in società di capitali*, cit.; E. LUCCHINI GUASTALLA, "Sulla revoca del conferimento in frode ai creditori", *Giur. Comm.*, 1996, II, p. 18 y ss.; B. IANNIELLO/A. MONTESANO, "Commento alla sentenza della Casazione, 11 marzo 1995", *Le società*, nº 10/1995, p. 1299 y ss.

la aportación social al patrimonio del aportante y la ineficacia del negocio de suscripción<sup>819</sup>.

## 2. La solución al problema del aumento incompleto como consecuencia de la invalidez o ineficacia de algunas de las suscripciones

Como es fácil de comprender, el acaecimiento de alguna de las circunstancias descritas tendrá como consecuencia que un aumento del capital suscrito íntegramente en el plazo de suscripción, pueda quedar incompleto de forma sobrevenida. En relación con esta posibilidad de invalidar *a posteriori* (por una u otra causa) la declaración o el negocio de suscripción ya efectuados, es preciso advertir que si la impugnación del mismo se conduce por vía judicial, lo normal será que en el momento en que, en su caso, recaiga la sentencia anulatoria (e incluso, tal vez, en el momento en que la demanda sea admitida a trámite) la ampliación del capital y la consiguiente modificación de los estatutos se encuentren ya inscritas en el Registro Mercantil. En este caso, no cabe, a nuestro juicio, ninguna duda de que la invalidez de alguna de las primitivas suscripciones no se extenderá al resto de las suscripciones válidamente efectuadas, ni

---

<sup>819</sup> Vid., ampliamente, MARTORANO, *La revocatoria dei conferimenti in società di capitali*, cit., p. 185 y ss.; ROCCO DI TORREPADULA, *Partecipazione in società e revocatoria*, cit., p. 342 y ss. Los autores citados ponen de manifiesto que la revocación exigirá la prueba del *eventus damni* y de la *scientia damni* o *consilium fraudis*. Por lo que se refiere al primero (*eventus damni*), el acto de aportación a la sociedad produce en el patrimonio del aportante una sustitución del bien o dinero aportado por las acciones o participaciones suscritas. Esta sustitución es apta para ocasionar un perjuicio en los intereses de los acreedores del aportante, toda vez, que los bienes y, sobre todo, el dinero constituyen elementos patrimoniales de valor más seguro y más fácilmente agredibles por los acreedores que las participaciones de una sociedad, cuyo valor se encuentran sometido a la aleatoriedad que caracteriza a la empresa social (vid., si bien destacando la necesidad de valorar caso por caso en el supuesto de que las aportaciones sociales hayan sido bienes *in natura*, MARTORANO, *La revocatoria dei conferimenti in società di capitali*, cit., p. 111-114). Por lo que se refiere a la *scientia damni*, si se trata de la revocación de la aportación realizada en el contexto de una operación de aumento del capital, se discute entre si basta con que uno solo de los antiguos socios conozca el perjuicio para el acreedor del suscriptor aportante (así, ROCCO DI TORREPADULA, *Partecipazione in società e revocatoria*, cit., p. 328-329) o si son los administradores (y, en especial, aquéllos que han representado a la sociedad en la relación negocial con el aportante) los sujetos sobre los que se debe probar el conocimiento del perjuicio (así, correctamente a nuestro juicio, MARTORANO, *La revocatoria dei conferimenti in società di capitali*, cit., p. 128).

Sea como sea, el ejercicio de la acción pauliana, incluso aunque sea estimada, no tiene porqué finalizar necesariamente con la rescisión del acto o negocio impugnado. Como dato común a ambos tipos de rescisión (por lesión y por fraude de acreedores), la rescisión del negocio puede evitarse por el demandado mediante la indemnización del perjuicio sufrido por el actor.

determinará la ineficacia sobrevenida de todo el aumento del capital social<sup>820</sup>. La sociedad deberá entonces: a) restituir las aportaciones correspondientes al afectado o afectados, amortizando las acciones y reduciendo el capital en la medida necesaria de manera similar a lo que acontece cuando alguno de los socios ejercita el derecho de separación, o b) solventar el problema -en aras de la seguridad del tráfico- mediante la simple indemnización de los daños y perjuicios sufridos por el afectado, dejando válida la suscripción practicada.

La doctrina alemana alemana resuelve el problema de los *fehlerhafter Zeichnunvertrag* en función de si la ejecución del aumento del capital ha sido ya inscrita o no en el Registro Mercantil. Si la inscripción de la ejecución del aumento todavía no se ha producido, los defectos de la suscripción basados en vicios del consentimiento, falta o limitación de la capacidad de obrar o representación defectuosa, pueden ser alegados para dejar ineficaz el contrato de suscripción sin ninguna especialidad respecto de las reglas generales del negocio jurídico. Después de la inscripción, la eficacia de la suscripción no podrá ser atacada por vicios del consentimiento, sino sólo por falta de capacidad de obrar del suscriptor (en caso de menores o incapacitados que actúan sin el consentimiento del representante legal) o en los casos en que *ha faltado de manera absoluta* la declaración de voluntad del suscriptor (supuestos de falsedad y de *vis absoluta*). La razón de la restricción de la posibilidad de anular o impugnar el contrato de suscripción tras la inscripción de la ejecución del aumento en el Registro Mercantil se encuentra en la necesidad de respetar las reglas sobre el mantenimiento del capital social (*Kapitalerhaltung*), en la protección del tráfico jurídico y en la necesidad de proteger (con preferencia al suscriptor que ha padecido el vicio) los intereses de los acreedores sociales. Se entiende que esta preferencia sólo debe quebrar ante sujetos especialmente necesitados de tutela, como son los menores o incapacitados o aquéllos casos en los que la declaración de voluntad no sea imputable en absoluto al suscriptor (porque ha sufrido una violencia física de gravedad extrema o ha sido suplantado sin su consentimiento en la emisión de la declaración de suscribir). En estos casos, no obstante, la declaración de ineficacia de los contratos de suscripción afectados no determina la ineficacia del aumento del capital ya inscrito, sino sólo la obligación de la sociedad de devolver las aportaciones realizadas a los suscriptores afectados. La sociedad podrá entonces disponer de las

---

<sup>820</sup> Otros Ordenamientos jurídicos, a diferencia del nuestro, cuentan con una norma específica que ofrecería base legal a esta hipotética solución. Así, los artículos 1420, 1446, 1459 y 1466 del *Codice civile* italiano, establecen que en los contratos plurilaterales, la nulidad, anulabilidad, y la resolución por incumplimiento o imposibilidad de la prestación que afecta al vínculo de una sola de las partes no comporta la nulidad o ineficacia de todo el contrato. Con todo, nuestra doctrina tradicional, en sede de fundación de la sociedad, ya advertía de que la nulidad de una o varios de los negocios de suscripción no debía afectar a la constitución de la sociedad, así, GARRIGUES-Olivencia, *Comentario*, I, *cit.*, p. 298-299; DE LA CÁMARA, *Estudios*, I, *cit.*, p. 474-475; más recientemente VELASCO SANPEDRO, "Artículo 12. Suscripción y desembolso inicial mínimo", *cit.*, p. 364.



acciones "vacantes" (que mientras tanto quedan integradas en su patrimonio como acciones propias) o, si esta opción no tiene éxito, reducir el capital social en la medida correspondiente<sup>821</sup>.

Si la ineficacia de alguna de las suscripciones ya realizadas en el contexto de un aumento ya suscrito por completo tiene lugar antes de que el aumento del capital haya sido inscrito en el Registro Mercantil, no por ello la solución a este supuesto de aumento incompleto debe venir necesariamente a través de la aplicación del artículo 161 de la Ley de Sociedades Anónimas. Al igual que ocurría en los demás supuestos de aumento incompleto *sobrevenido* que ya han sido analizados, las circunstancias que determinan la falta de compleción del aumento son, frente a la que constituye el objeto del tipo normativo, circunstancias patológicas o anormales en el devenir de la operación de aumento, y, por ello, no enteramente previsibles por la sociedad. Además, no se da tampoco la composición de intereses que subyace tras el citado precepto. Cuando el aumento queda incompleto como consecuencia de la posterior ineficacia de alguno de los negocios de suscripción ya realizados, es razonable suponer, a nuestro juicio, que el interés de la sociedad y el interés de aquellos suscriptores cuyos negocios de suscripción no están afectados por *vicio* alguno confluyen en un interés común: el interés de evitar que se comunique a la operación de aumento ya ejecutada la ineficacia de una o varias de las suscripciones singularmente consideradas, fruto de vicisitudes que afectan exclusivamente a la

---

<sup>821</sup> La tesis tiene su fundamento en la doctrina de la nulidad de la sociedad tras la aprobación de la Primera Directiva CEE, que resulta, según los autores alemanes, trasladable a los negocios de suscripción individualmente considerados y, en este punto, también a los que tienen lugar con motivo de un aumento del capital, *vid.*, LUTTER, *Kölner Komm., cit.*, § 185, marginales 14-18; HEFERMEHL/ BUNGEROTH, *AktG Komm., cit.*, § 185, marginales 90-100; HÜFFER, *Aktiengesetz, cit.*, § 185, marginales 28-29; KRIEGER, *Münchener Handbuch*, § 56, marginal 121. Esta misma tesis se sigue en los países de influencia germánica, *vid.*, así, FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, *Schweizerisches Aktienrecht, cit.*, § 52, marginales 195-197. No obstante, la traslación de la doctrina de la nulidad de la sociedad para solucionar el problema de la ineficacia o invalidez de los negocios de suscripción individualmente considerados ha sido sometida a crítica (poniendo de relieve la reciente tendencia de la doctrina y jurisprudencia alemana a flexibilizar la admisión de supuestos de ineficacia o rescisión de las singulares suscripciones tras la inscripción de la sociedad o del aumento del capital) por PORTALE ("Mancata attuazione del conferimento in natura", *cit.*, p. 39 y ss.), quien propugna la necesidad de reconocer un mayor margen de actuación a la posibilidad de anular las singulares participaciones de los socios también tras la inscripción de la sociedad (en el mismo sentido, *vid.* también MARTORANO, *La revocatoria dei conferimenti in società di capitali, cit.*, p. 58 y ss.).

declaración de voluntad de alguno o algunos de los suscriptores o que implican una rescisión de algún concreto negocio de suscripción.

A la vista de este presunto interés común, no es dudoso que la traslación acrítica y automática de la disciplina de la suscripción incompleta como vía de solución de los referidos aumentos incompletos puede conducir a resultados no deseados por ninguna de las partes potencialmente afectadas (sociedad y suscriptores), ya que la falta de previsión de la suscripción incompleta del aumento (por unos u otros motivos) en las condiciones de emisión determinaría la ineficacia total de la ampliación del capital. De ahí que el problema de estos aumentos incompletos *sobrevenidos* haya de encontrar su particular solución mediante la aplicación, como regla general, del principio de la ineficacia parcial del negocio que representa la operación de aumento<sup>822</sup>. Esta solución favorable a la ineficacia sólo parcial del aumento del capital y a la consiguiente sustracción del ámbito de aplicación de la disciplina de la suscripción incompleta<sup>823</sup> ha de ceder, no obstante en el caso de que el negocio de suscripción rescindido o el vicio invalidante afecte a alguno o algunos de los suscriptores cuya participación

---

<sup>822</sup> En estos supuestos no se verifica, además, el interés más claramente tutelado por la regla general de la ineficacia total con la que el artículo 161 sanciona el aumento incompleto. Este interés era —como se recordará— el interés de los suscriptores-inversores (en particular de los pequeños inversores no expertos) en sociedades abiertas que recurren al ahorro público, en la medida en que la falta de cobertura del aumento durante el plazo de suscripción pone en evidencia la falta de confianza del mercado y el excesivo precio de la oferta.

Entre la doctrina española, y con particular referencia a la operación de aumento del capital, aunque sin abordar la cuestión desde la perspectiva de la posible aplicación de la disciplina de la suscripción incompleta, se ha sostenido que la distinción conceptual entre el negocio jurídico que representa el acuerdo de aumento y el negocio jurídico de la suscripción de las acciones determina que sea posible afirmar que la nulidad de los concretos negocios de suscripción no afecta al aumento del capital en sí mismo considerado, ni, por tanto, a los demás negocios jurídicos de suscripción (VICENT CHULIÁ, *Introducción al Derecho Mercantil*, cit., p. 437).

<sup>823</sup> Si acaso la referida disciplina debe ser todavía aplicada cuando el vicio que afecta a la declaración de voluntad emitida por alguno o algunos de los suscriptores determine, por su extrema gravedad, la *falta absoluta o radical inexistencia* del consentimiento prestado (por falsedad de la suscripción o *vis absoluta*). En un plano sustantivo, la ineficacia de la suscripción consecuencia de tales vicios es equiparable a la falta de prestación del consentimiento (falta de declaración de voluntad) y, en este sentido, se asimila al supuesto típico de la suscripción incompleta como supuesto en el que el aumento resulta incompleto por no haber existido declaraciones de voluntad en cantidad suficiente para cubrir la cifra del aumento.

en la ampliación del capital sea un elemento *esencial* de la misma<sup>824</sup>. En este caso (que se producirá, sobre todo, aunque no de manera exclusiva, cuando la aportación a realizar por el suscriptor sea de naturaleza no dineraria), no es descartable que decaiga la causa concreta y la justificación de la propia operación de aumento considerada en su conjunto, que fue acordada, precisamente, para dar entrada en la sociedad de un determinado sujeto o para allegarse determinados bienes. La sociedad podrá decidir entonces, valoradas las circunstancias, que la ineficacia de tales suscripciones se traslade al total de la operación de aumento, resolviendo los negocios de suscripción y devolviendo las aportaciones realizadas a los restantes suscriptores<sup>825</sup>.

---

<sup>824</sup> Así, por ejemplo, esta solución se encuentra presente en el régimen general de los contratos del *Codice civile* italiano. Respecto de los contratos plurilaterales, la nulidad o anulabilidad del vínculo de una sola de las partes no comporta la nulidad de todo el contrato, salvo que la participación de aquélla deba considerarse, según las circunstancias, esencial (art. 1420 y art. 1446 *Cod. civ.*).

<sup>825</sup> Respecto del órgano social competente para adoptar la decisión, no es dudoso que la misma podrá ser adoptada por los propios administradores si el aumento del capital fue acordado por éstos en el marco del aumento autorizado. Si el aumento que ha quedado incompleto fue acordado por la Junta general, probablemente, deba ser también el órgano soberano el que haya dedir sobre la eficacia o la ineficacia de aquél.

## CONCLUSIONES

PRIMERA.— El aumento del capital social es la operación jurídico-societaria por la que se modifican los Estatutos sociales elevando, en una determinada cuantía, la cifra del capital social. Se trata de una operación jurídica compleja de formación sucesiva debido a su natural disociación en dos fases conceptualmente diferentes pero, a su vez, relacionadas entre sí: por un lado, la fase deliberativa, que culmina con la adopción del acuerdo de aumento, y, por otro, la fase ejecutiva, que, integrada por la suscripción, desembolso y adjudicación de las acciones (en el supuesto paradigmático del aumento del capital con emisión de nuevas acciones con cargo a nuevas aportaciones), tiene como inmediata finalidad llevar a efecto o a buen fin el precedente acuerdo de aumento. El *acuerdo* de aumento, siendo el elemento imprescindible o el presupuesto necesario de la *operación* de aumento, tiene, sin embargo un mero significado programático o intencional, ya que la obtención del resultado jurídico pretendido por la sociedad con la adopción de dicho acuerdo depende de la apertura y válida conclusión de la fase de ejecución. Esta distinción entre fase deliberativa y fase ejecutiva permite apreciar en la operación de aumento del capital un *proceso* o *procedimiento* jurídico integrado por un conjunto de actos de distinta naturaleza que, vinculados entre sí por una relación de interdependencia, confluyen en la obtención de ese concreto resultado o efecto jurídico común: la modificación de la mención del capital social en los Estatutos sociales y la consiguiente elevación de los fondos propios en la cuantía fijada en el acuerdo.

SEGUNDA.— A pesar de la importancia que tiene la fase de ejecución del acuerdo en el seno de la operación de aumento del capital (pues, según se ha indicado, de ella depende, en definitiva, la consecución del resultado pretendido con la adopción de tal acuerdo), tradicionalmente se ha prestado escasa atención a los problemas y vicisitudes que eventualmente se presentan en el contexto de dicha fase. Sin embargo, el interés por las cuestiones típicas de la ejecución del aumento se encuentra plenamente justificado, en la medida en que tales vicisitudes —cuando pongan en evidencia la existencia de *vicios* o *defectos*—

pueden poner en peligro la eficacia de la ejecución y provocar, por consiguiente, el fracaso del conjunto de la ampliación del capital. En el Derecho positivo español es escaso todavía hoy el tratamiento legislativo de las causas que pueden determinar la ineficacia de la ejecución del aumento del capital social, y casi inexistentes los estudios realizados en el ámbito doctrinal. De todas las posibles circunstancias que, en hipótesis, son aptas para provocar la referida ineficacia sólo tres aparecen reguladas en la legislación societaria española: dos de ellas de manera expresa —la suscripción incompleta (art. 161 LSA) y el desembolso incompleto (art. 77 LSRL) del aumento— y una tercera de manera implícita —el supuesto peculiar de la restitución de las aportaciones realizadas por falta de presentación de los documentos acreditativos de la ejecución del aumento en el Registro Mercantil dentro del plazo legal (art. 162 LSA y art. 78 LSRL)—. La dos primeras dan lugar al fenómeno del *aumento incompleto del capital social*, expresión ésta que, acuñada por vez primera —y de manera específica— en el plano legislativo con la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada de 1995, sirve para definir aquellos supuestos en los que la falta de suscripciones o la falta de desembolsos en cuantía suficiente impiden cubrir económicamente la cifra de la ampliación que consta en el acuerdo de aumento. Puesto que el principio de la íntegra suscripción (en la sociedad anónima) y el principio del íntegro desembolso (en la sociedad limitada) impiden imputar la cantidad no suscrita o no desembolsada al capital social, se produce en estos casos una *discordancia* entre esa cuantía del aumento prevista en el acuerdo y la cuantía (inferior) efectivamente obtenida o comprometida tras la ejecución del mismo. La trascendencia que tiene esta consecuencia material es que da lugar a una operación de aumento *distinta* de la que fue propuesta y acordada por el órgano social competente, es decir, a un resultado diferente del que estaba previsto y sobre el cual recayó la voluntad social.

TERCERA.— En la sociedad anónima, la falta de cobertura del aumento fruto de la incompleta suscripción de la cuantía acordada (supuesto que ha sido el objeto de atención preferente del presente trabajo) constituye un riesgo para el éxito de la operación jurídico-financiera de ampliación del capital, que, en la generalidad de los casos, tendrá efectos perturbadores —de mayor o menor

gravedad según las circunstancias— tanto para la sociedad, como para aquéllos que han participado en la operación suscribiendo las nuevas acciones emitidas. Aunque en ocasiones la suscripción incompleta es, simplemente, una consecuencia de la existencia de picos derivada de la imposibilidad de un ajuste exacto en el cálculo de la relación de cambio para el ejercicio del derecho de suscripción preferente, o bien una circunstancia buscada deliberadamente por el grupo mayoritario que acuerda el aumento o por los administradores de la sociedad —que persiguen, de este modo, aumentar su cuota de participación a costa de la dilución de la cuota perteneciente a los socios minoritarios, o aprovecharse en beneficio propio de los excedentes no suscritos—, la falta de total suscripción de la cifra por la que se acordó el aumento tiene su origen, por lo común, en la escasa respuesta o interés de los socios (en sociedades cerradas) o del mercado (en sociedades abiertas) ante la emisión de los nuevos valores. Esta falta de respuesta, que, en último término, tiene su razón de ser en la desconfianza de los destinatarios de dicha emisión frente al resultado económico de la inversión que se les propone, no sólo defraudará las expectativas de la sociedad y de todos aquellos que han suscrito, sino que, además, podrá tener consecuencias negativas en relación con otras operaciones jurídicas o económicas conectadas (legal o voluntariamente) a la propia operación de aumento, o cuya viabilidad dependa del buen fin de la ampliación del capital proyectada. Cuando menos, para la sociedad, la suscripción incompleta supondrá la privación del total de los fondos económicos esperados y un menoscabo de la reputación o crédito público de la misma. La suscripción incompleta puede ocasionar para la sociedad dificultades financieras añadidas que frenen u obstaculicen los planes de expansión y ser un indicativo para los terceros de la falta de confianza de los socios o del público en general respecto de la posibilidad de saneamiento de la situación de crisis en la que se encuentre la sociedad o respecto de la rentabilidad de los proyectos de inversión o los planes de expansión a los que la ampliación responde. Para los suscriptores, en particular cuando éstos actúan como inversores, la suscripción incompleta afectará a los fundamentales intereses de "seguridad, liquidez, y rentabilidad" de la inversión, ya que es de suponer que esa circunstancia, en la medida en que traduce el fracaso

de la operación de aumento, provoque una disminución del beneficio económico esperado y una caída en el precio de las acciones adquiridas.

CUARTA.— La implantación de la norma reguladora de la suscripción incompleta del aumento del capital en el artículo 161 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas de 22 de diciembre de 1989 es el resultado de la incorporación a nuestro Derecho del artículo 28 de la Segunda Directiva comunitaria en materia de sociedades. Este último precepto orientó la regulación del fenómeno de la suscripción incompleta en un único sentido: la determinación de si esta circunstancia debe suponer la ineficacia total y absoluta de la operación de aumento, o, por el contrario, si la misma puede quedar eficaz en la parte y por la cuantía correspondiente a la cantidad efectivamente suscrita. La norma comunitaria contaba a este fin con dos modelos legales precedentes: el modelo francés de la *inescindibilidad* (que optaba por la ineficacia total) y el modelo italiano de la *escindibilidad* (favorable a la ineficacia meramente parcial). Tras un agitado proceso de elaboración en el que se constata un sorprendente movimiento pendular en la opción entre esos dos modelos, la Segunda Directiva acoge finalmente una solución intermedia —no alejada de los planteamientos de la doctrina alemana— en la que se establece la inescindibilidad como regla general y la escindibilidad como excepción, esquema que reproduce con fidelidad la norma española. En el contexto de los Ordenamientos europeos, esta fidelidad al texto de la Directiva se deja sentir también en la mayoría de los Estados que han incorporado el referido precepto comunitario, frente a algún ejemplo significativo de falta absoluta de incorporación (caso de Alemania) o frente a algún otro país que ha realizado una particular versión de la norma europea (caso de Francia).

QUINTA.— A la vista de su estricta configuración legal (presente en el citado artículo 161 LSA), el tipo normativo de la suscripción incompleta del aumento del capital en el Derecho español se encuentra integrado por dos elementos. Un elemento de naturaleza sustantiva, caracterizado por la falta de compromisos de aportación en cantidad suficiente para cubrir patrimonialmente la cifra del aumento acordada, y un elemento temporal constituido por el plazo establecido

por la sociedad para la suscripción del aumento. El elemento sustantivo queda acotado por los márgenes cuantitativos de una *emisión*. Entendido en un sentido objetivo o estático, y al margen del significado que pueda tener en otras sedes, el término *emisión* empleado en el contexto de la regulación de la suscripción incompleta define el conjunto de nuevas acciones cuyo valor nominal globalmente considerado equivale a la cifra por la que ha sido acordada una concreta ampliación del capital. Por su parte, el plazo de suscripción se contempla en la norma como el período dentro del cual ha de verificarse si se ha materializado o no el elemento sustantivo. Teniendo en cuenta lo anterior, es claro que el supuesto de hecho normativo de la suscripción incompleta se configura no como un mero supuesto de *aumento incompleto*, sino, más específicamente, como un supuesto de aumento incompleto *originario*, dado que la falta de cobertura de la ampliación se produce ya dentro de la fase de ejecución del aumento y, en particular, dentro del plazo otorgado por la sociedad para que los interesados presten su compromiso de aportación mediante la suscripción de las acciones. Este plazo ha de hacerse coincidir con el *plazo general* para suscribir el aumento, que podrá estar integrado, a su vez, por varios subperíodos o tramos, de apertura simultánea o sucesiva, o por la previsión de varias *vuelatas* para la suscripción de las acciones no suscritas en la inmediatamente anterior. Cerrado este *plazo general* de suscripción, el tipo normativo sólo se verificará en el caso de que los administradores de la sociedad no hayan logrado colocar las acciones sobrantes o no se encuentren habilitados para colocar los excedentes.

SEXTA.— Desde el punto de vista de la realidad práctica, el supuesto de hecho de la suscripción incompleta del aumento tiene distinta relevancia en función de que la sociedad sea abierta (y, en este tipo, según que la ampliación se instrumente mediante una oferta pública o mediante una oferta privada) o cerrada. En las sociedades abiertas (especialmente, si son sociedades cotizadas) que realizan la ampliación del capital mediante una oferta pública de suscripción, los costes ligados a la puesta en marcha de la operación y el peligro para el crédito público que puede provocar una eventual cobertura incompleta de la emisión, determinan que, por lo general, la sociedad no se arriesgue a iniciar el procedimiento de aumento del capital sin acudir a técnicas que faciliten o



aseguren (mediante el auxilio de entidades financieras especializadas) el éxito de la emisión y la colocación del total de las nuevas acciones. Con todo, estas técnicas, aunque dificultan en gran medida el acaecimiento del supuesto de la falta de íntegra cobertura de la ampliación, no neutralizan este riesgo de manera absoluta, bien porque —como con frecuencia acontece— el compromiso de aseguramiento sólo cubra un determinado porcentaje del volumen total de la emisión, o bien por la presencia de cláusulas —insertas en los contratos de aseguramiento— que permiten a la entidad aseguradora exonerarse de los compromisos adquiridos frente al emisor cuando concurren determinadas circunstancias (constituyendo tales cláusulas auténticas condiciones resolutorias unilaterales del contrato de aseguramiento).

SÉPTIMA.— A diferencia de lo que acontece en la colocación pública, cuando la sociedad realiza la oferta de suscripción de la ampliación en el contexto de una colocación privada, lo normal es que intente protegerse del riesgo de la suscripción incompleta, simplemente, elaborando una oferta lo más adecuada posible a las características y exigencias de los destinatarios, con los que muchas veces habrán tenido lugar contactos previos, directos y personalizados a fin de acomodar la operación a los intereses y necesidades de ambas partes. Por lo que se refiere a las sociedades cerradas, la dinámica habitual de las operaciones de aumento del capital (basada en pactos preliminares entre los socios o con determinados terceros) también disminuye, al menos en teoría, el riesgo de la suscripción incompleta. Sin embargo, esta última circunstancia no es infrecuente en los casos en que exista una minoría y una mayoría antagónicas, sobre todo si se trata de *pequeñas* sociedades cerradas. En estos casos el aumento del capital puede ser utilizado por la mayoría como instrumento para expropiar a la minoría, acordando la ampliación bajo el conocimiento de que la minoría no está en condiciones de suscribir. Y en otros casos, incluso en ausencia de colisión con la mayoría, los socios minoritarios desisten de suscribir (sin comunicar previamente su decisión a la sociedad) al no desear incrementar su cuota de participación en una sociedad de la que no tienen el control y en la que, tal vez, no se consideran suficientemente informados. En ambos supuestos, la ausencia de un mercado organizado de derechos de suscripción y la existencia de restricciones

estatutarias a la transmisión de estos derechos, harán difícil (cuando no imposible) encontrar un adquirente de los mismos que suscriba la parte del aumento reservada al accionista desinteresado, dando como resultado la falta de íntegra suscripción del aumento del capital.

OCTAVA.— Respecto de la disciplina jurídica aplicable a la suscripción incompleta del aumento en la sociedad anónima, la norma reguladora se ha limitado a determinar de qué manera influye dicha circunstancia sobre la posibilidad de llevar a efecto, todavía, la ampliación del capital proyectada en el acuerdo de aumento. Las consecuencias legales que la norma asocia al supuesto de hecho se incardinan en el marco de la teoría general sobre la eficacia o ineficacia del negocio jurídico, calificación ésta que puede predicarse tanto de la *operación* de aumento del capital, como de gran parte de los *singulares actos* que la componen. Además, según se desprende de la letra del precepto, el acto directamente afectado por las consecuencias jurídicas es el propio *acuerdo de aumento*, acto que, en sí mismo, puede no adolecer en el caso concreto de vicio intrínseco alguno que determine su invalidez. Ello significa que siendo la suscripción incompleta una vicisitud propia de la fase de ejecución del aumento (dentro de la cuál, en su caso, se produce), sin embargo, la eventual sanción legal de la ineficacia no afecta únicamente a los actos que integran dicha ejecución, sino, que se extiende en primer lugar —y sobre todo—, al acuerdo de aumento en su condición de acto que constituye la *génesis* o el *presupuesto necesario* de la operación de aumento. Esta precisión normativa impide que pueda *repetirse* en un momento posterior la ejecución de aquel precedente acuerdo (ofertando de nuevo las acciones emitidas en virtud del mismo) a fin de lograr entonces la íntegra suscripción, ya que este nuevo intento de ejecución no podría sostenerse jurídicamente sobre un acuerdo de aumento ya declarado ineficaz *ex lege*. De ahí que si los impulsores de la propuesta desean todavía aumentar el capital, el órgano social competente deberá adoptar necesariamente un nuevo acuerdo de aumento.

NOVENA.— A semejanza del artículo 28 de la Segunda Directiva, la norma española no establece una única consecuencia jurídica aplicable a la suscripción

incompleta del aumento, sino que permite a la sociedad optar entre dos consecuencias alternativas estructuradas según el binomio "regla general-excepción": la regla general es la ineficacia total del aumento del capital, mientras que la excepción (aplicable *sólo* cuando la sociedad haya previsto *expresamente* esta posibilidad en las condiciones de la emisión) está constituida por la eficacia del aumento en la parte cuantitativa que se corresponda con el valor nominal de las acciones suscritas. La disciplina jurídica se inserta, de este modo, en el marco dogmático definido por la relación —hasta cierto punto dialéctica— entre la ineficacia total y la ineficacia parcial de los negocios jurídicos. Siendo el aumento del capital un negocio naturalmente *escindible* o *divisible*, esto es, susceptible por su propia naturaleza de admitir una ineficacia sólo parcial, la Ley declara, no obstante, la ineficacia total de la ampliación (como regla general) ante un vicio o irregularidad que afecta sólo a una parte de ésta. Con todo, la solución normativa es coherente con los presupuestos que inspiran aquella relación dialéctica. El Ordenamiento español, a diferencia de otros sistemas jurídicos, carece de una norma general de solución del conflicto. Sin embargo, frente a la aplicación automática de pretendidos principios generales como el principio de conservación del negocio y el principio de economía jurídica (favorables a una ineficacia parcial de los negocios divisibles), la doctrina más autorizada ha puesto de manifiesto que cualquier decisión ha de basarse, por encima de todo, en la defensa del principio supremo de la autonomía privada y en el consiguiente respeto de la voluntad (expresa o presumible, según las circunstancias del negocio) de los sujetos que han celebrado el negocio. En efecto, partiendo de que el negocio es siempre expresión de la voluntad de unos determinados sujetos y que la eventual nulidad o falta de eficacia de una parte del mismo puede convertirlo en un negocio diferente de aquél que fue concluido, son esos mismos sujetos los que están en mejores condiciones para valorar en qué medida el negocio *amputado* en una de sus partes es apto todavía para cumplir con el fin o propósito práctico que motivó su celebración. Así, cuando del contenido del contrato y de la ordenación de intereses dispuesta por los contratantes no pueda inferirse cual es la voluntad de presumible de las partes, el respeto del principio de la autonomía privada impide que se pueda imponer a aquéllos una reglamentación mutilada que, quizá, ya no

es autónoma, conduciendo a sancionar dicho negocio, como regla general, con la sanción de la ineficacia total.

DÉCIMA.— De este modo, puede comprenderse (al menos, en la teoría de las cosas) que, en relación con el problema de la falta de suscripción del aumento del capital, la Ley haya establecido la ineficacia total del mismo como regla general. A nuestro modo de ver, en el trasfondo de la regulación se advierte que la decisión legal se basa en una doble presunción. Por un lado, en la presunción de que, además de una causa abstracta, las operaciones de aumento del capital social tienen una *causa concreta*, esto es, que la cifra de la ampliación establecida en el acuerdo responde a un concreto fin o a un concreto resultado empírico que la sociedad pretende conseguir. Y por otro lado, aunque en directa relación con la anterior, en la presunción de que la voluntad de la sociedad es una voluntad dirigida *al todo*, que no se proyecta sobre un hipotético aumento del capital en inferior cuantía a la establecida con carácter previo en el acuerdo social. En efecto —tal y como se apuntó—, siendo el aumento incompleto un aumento *distinto* del que fue acordado en su día (que comporta una alteración del resultado jurídico inicialmente pretendido) es posible que el mismo no pueda ya cumplir con el señalado propósito práctico. Y por ello, a menos que la sociedad manifieste su intención de querer aumentar el capital también por inferior cuantía a la acordada (es decir, desvirtúe aquella presunción), el referido respeto a la autonomía de la voluntad ha de conducir a sancionar el aumento incompleto con la ineficacia total.

DECIMOPRIMERA.— Distinta de la búsqueda de la razón de ser de la disciplina de la suscripción incompleta desde el punto de vista de la tensión entre la ineficacia total y la ineficacia parcial del aumento del capital en un plano dogmático, es la búsqueda de la racionalidad de la norma esa disciplina desde la perspectiva de la valoración del potencial conflicto de intereses que subyace tras la referida ausencia de compleción del aumento. Estos intereses dignos de valoración no son sino el interés de la propia sociedad que ha decidido aumentar el capital social y el interés de los suscriptores de la ampliación, intereses que pueden verse enfrentados respecto de la solución más adecuada para la falta de cobertura de la operación. Esta búsqueda, en la que ha de tenerse en cuenta el

origen comunitario del artículo 161 de la Ley española de sociedades anónimas, ha de realizarse distinguiendo tres aspectos en los que se descompone la actual normativa: en primer lugar, el carácter *disponible* de la solución legal, esto es, la posibilidad, que la propia norma otorga, de derogar la solución legal aplicable por defecto (la ineficacia total) en favor de otra solución (la eficacia parcial) también presente en la norma; en segundo lugar, el hecho de que la opción a favor de la eficacia del aumento incompleto deba ser ejercitada con carácter *previo y expreso* en las condiciones de la emisión; y, en fin, como tercer aspecto destacable, que, frente a la otra posible alternativa, la regla general sea, precisamente, la ineficacia total del aumento del capital. A nuestro modo de ver, bajo cada uno de estos tres aspectos de la disciplina es posible encontrar un concreto interés que ha pretendido ser, o que es *de facto*, protegido o tutelado.

DECIMOSEGUNDA.— Sentado lo anterior, y en relación con los dos primeros aspectos señalados, el legislador ha optado por una solución equilibrada. Por un lado, deja en manos de la sociedad (y no de los suscriptores) el ejercicio del *ius optandi*, lo que pone de manifiesto que es el interés social el que preside la operación de aumento, tanto en lo que respecta a la decisión misma de iniciar dicho procedimiento jurídico, como en lo que se refiere a la cuantía por la que éste ha de realizarse efectivamente. En coherencia con lo que antes señalábamos, el legislador ha considerado que sólo a la sociedad corresponde apreciar en qué medida su interés se proyecta también sobre un aumento por inferior cuantía. Por otro lado, y al contrario, es el interés de los potenciales suscriptores el que luce tras el hecho de que la Ley exija que la decisión de la sociedad sobre la eficacia o la ineficacia del aumento incompleto se adopte por ésta de manera anticipada a la apertura del proceso de suscripción y, en consecuencia, a la verificación de la circunstancia futura y contingente de la incompleta suscripción. Este interés de los suscriptores no es otro que el de disponer de información previa a la toma de la decisión de suscribir sobre las consecuencias exactas que tendrá una eventual falta de cobertura de la emisión para la eficacia de los negocios de suscripción. La protección del interés de los suscriptores se antepone, de este modo, a la tutela de un hipotético interés de la sociedad en gozar de la posibilidad de decidir en cualquier momento (y,

especialmente, a la vista del resultado exacto que arroje la suscripción una vez cerrado el plazo concedido a este fin) sobre la solución más adecuada a sus propios intereses.

DECIMOTERCERA.— Más difícil es identificar el interés preferentemente tutelado por el tercer de los aspectos señalados, esto es, por la decisión legal de que la regla general aplicable en caso de silencio de la sociedad en las condiciones de emisión sea la ineficacia total y absoluta del aumento del capital (sea cual sea, según se desprende de la norma, la cuantía del aumento que ha quedado sin suscribir). En relación con el interés de la sociedad, y frente a la conclusión a la que se había llegado tras considerar la cuestión exclusivamente en el plano dogmático de la relación dialéctica entre la solución de la ineficacia total y de la ineficacia parcial, una valoración de fondo de los efectos materiales (positivos y negativos) derivados de la aplicación de la referida solución de la ineficacia permite afirmar que, precisamente, en el común de los casos y salvo excepciones, la sociedad preferirá aceptar la eficacia parcial del aumento no suscrito íntegramente que renunciar por completo a su realización. Se produce así la paradoja de que la voluntad de la sociedad constatable en el plano de la realidad práctica no coincide con la voluntad presumible por la norma en un plano meramente teórico. En las grandes sociedades abiertas, sobre todo, cuando el aumento del capital se realiza mediante oferta pública, es difícil imaginar que, por lo general, la sociedad prefiera dejar sin efecto en su totalidad la operación ya ejecutada, puesto que, entre otras cosas, el coste derivado de la ineficacia total de un aumento incompleto es directamente proporcional a los fondos invertidos en la puesta en marcha de la operación. Buena prueba de ello es, al menos en este tipo de sociedad anónima, la comprobación en la práctica de una inversión *de facto* de la opción legal a través de la profusa utilización de las denominadas *cláusulas de suscripción incompleta* en las condiciones de emisión, hasta el punto de que casi han llegado a convertirse en cláusulas de estilo. En cuanto a las sociedades anónimas cerradas, conviene no perder de vista que para la forma de sociedad de capital de carácter típicamente cerrado (la sociedad de responsabilidad limitada), el legislador español —en el ejercicio de una opción deliberada de política legislativa fruto de la libertad que le otorgaba la ausencia de

una imposición proveniente del Derecho comunitario— ha invertido también la relación "regla general-excepción" presente en la regulación de la anónima, en un intento de facilitar el buen fin de las operaciones de reforzamiento de los fondos propios de las sociedades limitadas (que con frecuencia están infracapitalizadas) y favorecer la financiación a través de capital de riesgo. Si esto es así —tal y como parece—, en relación con las sociedades anónimas cerradas la disciplina positiva sobre la suscripción incompleta puede ser interpretada como un obstáculo legal para la captación de recursos a través del aludido incremento de los fondos propios. Por eso, el mismo espíritu "facilitador" que inspiró al legislador en la elaboración de la disciplina aplicable a las sociedades limitadas habría de predicarse también, al menos *de lege ferenda*, para las sociedades anónimas cerradas, que, en especial, si son *pequeñas* sociedades cerradas, no presentan apenas diferencias respecto de las sociedades limitadas.

DECIMOCUARTA.— A la vista de estas consideraciones, así como de las discusiones que sustentaron la elaboración de las primeras normas sobre la suscripción incompleta del aumento en el ámbito comparado y la aprobación del propio precepto comunitario del que trae causa la norma española, se concluye que el interés tutelado por la regla general relativa a la ineficacia total del aumento (con la consiguiente resolución de los negocios de suscripción concluidos y la devolución de las aportaciones que hubieran sido realizadas) es el interés de los suscriptores de la ampliación cuando actúan como meros inversores —y, entre éstos, sobre todo, el interés de los pequeños inversores no expertos— en grandes sociedades abiertas que recurren al ahorro público. Según se ha indicado, en este tipo de sociedades la falta de cobertura de la ampliación es, por lo común, el reflejo de la escasa confianza del mercado en la calidad de la emisión y la manifestación de que el precio fijado en la oferta era excesivo. Además, si la cantidad que ha quedado sin suscribir representa un porcentaje significativo del volumen total ofertado, cabe esperar que ello se traduzca en una caída del precio de mercado de los nuevos valores. En estas circunstancias, aquellos inversores que, por su propia naturaleza, sufren de manera más acusada los efectos negativos derivados de las asimetrías informativas en el mercado de capitales, podrán actuar con la confianza de que, a menos que se les advierta previa y

expresamente de lo contrario en las condiciones de la emisión (que no son sino las condiciones contractuales sobre las que se realiza el ofrecimiento de las acciones), quedarán desvinculados de la sociedad y podrán recuperar los desembolsos realizados. En apoyo de esta opinión ha de recordarse que la Segunda Directiva pertenece al grupo de las Directivas comunitarias de *primera generación*, caracterizadas por un elevado grado de germanización y, por consiguiente, basadas en el modelo germano de 1965 de sociedad anónima como forma social típicamente predispuesta para las sociedades abiertas de vastas dimensiones económicas.

DECIMOQUINTA.— Por lo que se refiere al ámbito de aplicación y el alcance práctico de la disciplina, a pesar de que la norma tiene en apariencia una vocación de aplicación general a todo supuesto de aumento del capital, dicho alcance práctico se reduce (*de iure* o *de facto*) tras una observación atenta de las diferentes clases y modalidades de aumento del capital. Así, atendiendo al *procedimiento técnico* mediante el que se instrumenta en aumento del capital, la aplicación de la disciplina queda circunscrita al aumento con emisión de nuevas acciones. El aumento incompleto que pueda tener lugar en el caso de elevación del valor nominal de las antiguas acciones (fruto del inexistente desembolso inicial de ese incremento por parte de alguno de los socios que consintieron, no obstante, a la ampliación), queda fuera del referido ámbito, toda vez que constituye un mero supuesto de incumplimiento de un compromiso de aportación ya prestado por el socio. En este caso, la solución debe basarse, como primera medida, en la eficacia del aumento en la parte efectivamente desembolsada aun a falta de previsión expresa en este sentido, así como en la posibilidad de que la sociedad decida incluso a posteriori lo más conveniente a sus intereses a la vista de las circunstancias. Por otro lado, y desde la perspectiva de las clases de contravalor económico del aumento, el aumento con cargo a aportaciones dinerarias constituye el ámbito típico de aplicación de la norma. Esta última no se aplicará en los aumentos del capital con cargo a reservas o beneficios (ya que la especial clase de contravalor impide que el aumento pueda quedar incompleto por falta de cobertura, dando lugar, todo lo más a acciones *formalmente* vacantes), así como tampoco en los aumentos por conversión de obligaciones en acciones,



que también pueden resultar incompletos, bien por falta de íntegra suscripción de la emisión de obligaciones convertibles, o bien por falta de solicitudes de conversión en cantidad suficiente para cubrir en su totalidad la cifra por la que aquél fue acordado. A pesar de que la Ley no excluye expresamente a los aumentos por conversión de obligaciones de su potencial ámbito de aplicación, la función meramente instrumental que cumple aquí la operación de aumento y la necesidad de garantizar a los titulares de las obligaciones convertibles su derecho a la conversión exigen que estas ampliaciones sean siempre y en todo caso *escindibles* o *elásticas*, aún cuando la sociedad no hubiera previsto la suscripción incompleta en las condiciones de emisión.

DECIMOSEXTA.— Junto a lo anterior, el alcance práctico de la disciplina se ve muy limitado en los aumentos con aportaciones no dinerarias y, sobre todo, en los aumentos por compensación de créditos, debido a la existencia de pactos previos al acuerdo de aumento con los titulares de los bienes *in natura* o con los acreedores sociales afectados. Estos pactos previos concluyen, en la mayoría de las ocasiones, con un compromiso firme de *aportación*, a condición de que el órgano social competente acuerde el aumento del capital, por lo que los problemas que puedan surgir en la fase de ejecución se situarán en el plano del incumplimiento de compromisos contractuales ya asumidos y no en el plano de la suscripción incompleta del aumento del capital. En fin, y en relación con determinados supuestos especiales de aumento, la aplicación práctica de la disciplina se elimina en los aumentos al servicio de una OPA cuya contraspetación consiste en valores a emitir y en los aumentos en el contexto de una operación de fusión por absorción. En el primer caso, porque la propia Ley establece de manera expresa la obligación de la sociedad que debe emitir los nuevos valores de acordar la ampliación "con posibilidad de suscripción incompleta" (art. 10.5 *in fine* RD 1197/1991, sobre régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores). En el segundo, porque el aumento se encuentra ya cubierto económicamente con el patrimonio de la sociedad absorbida, dándose lugar si acaso—al igual que en el aumento con cargo a reservas— a un fenómeno de acciones sólo *formalmente vacantes* si algunos de

los accionistas de la sociedad absorbida no realiza las actuaciones materiales necesarias para el canje.

DECIMOSÉPTIMA.— En la sociedad anónima, la disciplina jurídica de la suscripción incompleta se aplica sólo al aumento incompleto *originario*, que es, como se ha indicado, el que constituye el supuesto que integra el tipo normativo. La norma no es aplicable a los denominados "aumentos incompletos *sobrevenidos*", expresión que sirve de aglutinante para identificar un conjunto heterogéneo de supuestos en los que el aumento del capital ha sido originariamente completo (en cuanto que ha sido íntegramente suscrito dentro del plazo establecido a este fin), pero resulta posteriormente incompleto en virtud de circunstancias sobrevenidas —generalmente acaecidas tras el cierre de la fase de ejecución del aumento— que afectan a la validez o a la eficacia de los actos de suscripción realizados, ya sea de manera directa (casos de anulación del negocio de suscripción, v. gr.: por la existencia de vicios del consentimiento en la declaración de voluntad del suscriptor o por defecto de capacidad de obrar), o ya de manera indirecta (casos en los que se obliga a la sociedad a restituir a los suscriptores las aportaciones realizadas una vez ejecutado el aumento—art. 162 LSA—, o en los que el desembolso inicial de las acciones suscritas no llega a ser realizada por el suscriptor, afectando a la validez jurídica del acto de suscripción que le sirve de causa). Ciertamente es que aunque no concuerdan con la descripción normativa del supuesto de aumento incompleto objeto de regulación legal, estos otros últimos supuestos de aumento incompleto conducen, sin embargo, a un resultado similar: la falta de equivalencia entre la cuantía del aumento acordada y la que finalmente puede ser conseguida tras la ejecución del acuerdo, que es inferior a la primera. Son supuestos, por consiguiente, en los que se llega al mismo resultado material que el que se deriva del aumento incompleto *originario*, pero por distintas vías de la que integra el tipo normativo, ya que en todos ellos la circunstancia que provoca el carácter "devenidamente" incompleto de un aumento antes completo se sitúa en los márgenes estrictos de uno o varios de los singulares negocios de suscripción ya concluidos. Aunque en cada uno de estos supuestos de aumento incompleto *sobrevenido* se advierten razones particulares que exigen una solución especial al margen de la aplicación de la referida

disciplina, todos ellos tienen como elemento común denominador el de ser supuestos en cierto modo *patológicos* en el devenir de la operación de aumento y, por ello, no siempre (o no por entero) previsibles por la sociedad. Supuestos en los que, además, no se verifica —salvo en casos muy excepcionales— la composición de intereses que subyace tras la disciplina de la suscripción incompleta. A nuestro juicio, en los aumentos incompletos "sobrevenidos" el interés de la sociedad y el interés de aquellos suscriptores que han cumplido con su obligación de aportar o cuyos negocios de suscripción no están afectados por vicio alguno confluyen en un interés común: el interés de evitar que se comunique a la operación de aumento ya ejecutada la ineficacia de una o varias de las suscripciones singularmente consideradas, fruto de vicisitudes que afectan a la declaración de voluntad de alguno o algunos de los suscriptores o que implican un incumplimiento por parte de éstos de los compromisos de aportación previamente asumidos. En atención a este presunto interés común, el problema de los referidos aumentos incompletos *sobrevenidos* debe resolverse mediante la aplicación, como regla general, del principio de la ineficacia parcial del negocio que representa la operación de aumento, permitiendo, a su vez, que la sociedad pueda decidir a favor de la ineficacia total de la operación cuando el vicio invalidante afecte a alguno de los suscriptores cuya aportación constituye un elemento esencial en la ampliación del capital.

## BIBLIOGRAFÍA

- AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, J., "Comentario al artículo 28", en F. Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAS)*, vol. 2º, Madrid, 1993, págs. 553-566.
- ALBELLÁ AMIGO, S., "Artículo 3. Ámbito material y reglas de aplicación territorial" en F. Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, págs. 59-72.
- ALBALADEJO, M., *Curso de Derecho civil español*, II, Madrid, 1984.
- *Derecho civil. Introducción y parte general*, I, vol. 1º, 10ª ed., Madrid, 1989.
- *Derecho civil. La relación, las cosas y los hechos jurídicos*, I, vol. 2º, 10ª ed., Madrid, 1989.
- "Ineficacia e invalidez del negocio jurídico", *RDP*, 1958, págs. 603-616.
- ALBIÑANA GARCÍA-QUINTANA, C., "Derecho de sociedades y actualización de balances", *RdS*, nº 8, 1997, págs. 214-225.
- ALLEN, S.N., "A Lawyer's Guide to the Operation of Underwriting Syndicates", *New Engl. Law Rev.*, vol. 26, nº 2, 1990-1991, págs. 319-353.
- ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica*, Madrid, 1995.
- *Las condiciones generales de la contratación*, Madrid, 1991.
- ALONSO ESPINOSA, F.J., "Interés del inversor y Derecho del mercado de valores", *RDM*, 1993, págs. 415-469.
- *Mercado primario de valores negociables*, Madrid, 1994.
- "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital", *CDC*, nº 8, 1990, págs. 57-103.
- "Wandel- und Optionsanleihen in Spanien", *ZGR (Sonderheft 16)*, Berlin-New York, 2000, págs. 300-328.
- ALONSO LEDESMA, C., *La exclusión del derecho de suscripción preferente en sociedades anónimas*, Madrid, 1995.
- "Aumento del capital. Derecho de asunción preferente de nuevas participaciones" en F. Rodríguez Artigas y otros (coord.), *Derecho de sociedades de responsabilidad limitada*, t. II, Madrid, 1996, págs. 789-823.
- "Algunas consideraciones sobre el juego de la cláusula del interés social en la supresión o limitación del derecho de suscripción preferente", en *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, 1991, págs. 31-61.
- "Ampliación del capital. Derecho de asunción preferente", *RdS nº extraordinario*, 1994, págs. 485-500.
- ALONSO PÉREZ, M., "La responsabilidad precontractual", *RCDI*, 1971, págs. 859-922.
- ALONSO UREBA, A., "Inexactitudes u omisiones en el contenido del folleto informativo con motivo de una emisión/oferta de valores negociables. (En torno a los arts. 20 y 21

- RD 291/1992), en VV.AA., *Estudios Jurídicos en Homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, t. III, Madrid, 1996, págs. 3077-3108.
- ÁLVAREZ ÁLVAREZ, J. L., "Ejercicio del derecho de suscripción preferente", *ADC*, II, 1964, págs. 263-348.
- ÁLVAREZ VIGARAY, R., "Comentario a los artículos 1113, 1114, 1115, 1119 y 1120", en C. Paz- Ares/L. Díez-Picazo/R. Bercovitz/P. Salvador Coderch, *Comentarios del Código civil*, t. II, Ministerio de Justicia, Madrid, 1993, págs. 74-89.
- "La retroactividad de la condición", *ADC*, 1964, págs. 829-881.
- ANGULO, L., "Capítulo X: De las obligaciones", en F. Sánchez Calero (dir.), *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, t.VIII, Madrid, 1993, págs. 253-534.
- ANKELE, J., "Zum Vorschlag der Kommission der Europäischen Gemeinschaften für eine Zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie", *B.B.*, 1970, págs. 988-992.
- ARANGUREN URRIZA, F.J., "Los órganos de la sociedad limitada", en V. M. Garrido de Palma (dir.), *La sociedad de responsabilidad limitada*, t. I, Madrid, 1996, págs. 965-1407.
- ARIJA SOUTULLO, C., *Los efectos de las obligaciones sometidas a condición suspensiva*, Madrid, 1999.
- ARRUÑADA, B., *Teoría contractual de la empresa*, Madrid-Barcelona, 1998.
- ASCARELLI, T., *Studi in tema di società*, Milano, 1952.
- ÁVILA DE LA TORRE, A., *La modificación de estatutos en la Sociedad Anónima*, Valencia, 2001.
- BACIN, M., "La condizione unilaterale: un test dell'autonomia contrattuale", *Riv. Dir. Civ.*, nº 4 (jul.-ag.), 1998, págs. 339-359.
- BALZARINI, P., "L'attuazione in Francia della Seconda Direttiva CEE", *Riv. Soc.*, 1982, II págs. 959-987.
- BARALIS, G./BOERO, P., "Rapporti tra soci e società in sede di aumento di capitale di s.r.l. e contrattualismo ingenuo", *Riv. not.*, 1984, IV, págs. 962-968.
- BAUMBACH, A./HUECK, A., *Aktiengesetz*, 13ª ed., München, 1968.
- BEATTY, R.P./RITTER, J.R., "Investment banking, reputation, and the underpricing of Initial Public Offerings", *J. Fin. Econ.*, vol. 15, 1986, págs. 213-232.
- BELTRÁN, E., *Los dividendos pasivos*, Madrid, 1988.
- "En torno a los requisitos de la operación acordeón", *RDM*, nº 199-200, 1991, págs. 75-89.
- BELVISO, U., *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle società per azioni*, en P. Rescigno (dir.), *Trattato di Diritto Privato*, vol. XVII, Torino, 1987, págs. 59-139.
- "Realità e consensualità nel contratto di sottoscrizione di azioni di nuova emissione", *Giur. Comm.*, 1981, II, p. 319-338.

- BERCOVITZ, A. "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital" en I. Quintana (dir.), *El nuevo derecho de las sociedades de capital*, Madrid, 1989, págs. 171-193.
- "Modificación del capital social: aumento del capital", en A. Bercovitz Rodríguez-Cano (coord.), *La sociedad de responsabilidad limitada*, Madrid, 1998, págs. 492-493
- "La protección jurídica del inversor en valores mobiliarios", en A. Bercovitz/R. Bercovitz (dirs.), *Estudios jurídicos de protección de los consumidores*, Madrid, 1987, págs. 299-326.
- BÉRGAMO, A., *Sociedades anónimas (Las acciones)*, t. I, Madrid, 1970.
- *Sociedades anónimas (Las acciones)*, t. II, Madrid, 1970.
- BETTI, E., *Teoría general del negocio jurídico*, 2ª ed. (trad. esp. de A. Martín Pérez), Madrid, 1959.
- BIAMONTI, L./BIAMONTI, P.L./CORAPI, D./DI BRINA, L. "La riforma delle società per azioni in Italia e le iniziative comunitarie in materia di armonizzazione delle legislazione societarie nei paesi membri della C.E.E.", *Riv. Dir. Comm.*, 1973, I, págs. 247-260.
- BIANCHI, G., *Le operazioni sul capitale sociale*, Padova, 1998.
- BLANQUER UBEROS, R., "La inscripción de la sociedad anónima constituida bajo condición suspensiva, ¿es posible, pendiente la condición?", en *Estudios jurídicos en Homenaje al Profesor Federico de Castro*, t. I, Madrid, 1976, págs. 211-270.
- BLASCO GASCÓ, F., *Cumplimiento del contrato y condición suspensiva*, Valencia, 1991.
- BLAUROCK, U. "Der Vorvertrag zur Zeichnung von Aktien", en *Festschrift für Fritz Rittner zum 70. Geburtstag*, München, 1991, págs. 33-53.
- BLECKER, P., *Die Leistung der Mindesteinlage in Geld zur "(endgültig) freien Verfügung der Geschäftsleitung bei Aktiengesellschaft un Gesellschaft mit beschränkter Haftung im Fall der Gründung und der Kapitalerhöhung*, Frankfurt a. Main-Berlin-Bern- New York-Paris-Wien, 1995.
- BONELLI, F., "Aumento di capitale, sottoscrizione parziale e responsabilità degli amministratori", *Giur. Comm.*, 1976, II, págs. 490-499.
- BOOTH, R./SMITH, R.L., "Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis", *J. Fin. Econ.*, vol. 15, 1986, págs. 261-281.
- BRUNETTI, A., *Società per azioni*, en *Trattato di Diritto delle società*, II, Milán, 1948.
- BUSTILLO SAIZ, Mª. M., *La subsanación de acuerdos sociales por la Junta general de la sociedad anónima*, Navarra, 1999.
- BUTTARO, L., "Aumento di capitale. Warrants e oscillazioni di borsa", *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil. Homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, t. I, Madrid, 1994, págs. 371-380.
- BUYER, C., "Die Kapitalerhöhung bei der GmbH", *DB*, Beilage nº. 27/85 zu Heft nº. 44, 1985.

- CABANAS TREJO, R., "La suscripción incompleta del aumento del capital", *RDM*, 1990, págs. 729-798.
- CABANAS TREJO, R./CALAVIA MORENO, J.M., (coord.), *Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, Madrid, 1995
- CABANAS TREJO, R./MACHADO PLAZAS, J., *Aumento de capital y desembolso anticipado*, Madrid, 1995.
- CACHÓN BLANCO, J.E., *Los contratos de dirección, colocación, aseguramiento y asesoramiento de emisiones y ofertas públicas de venta de valores*, Madrid, 1996.
- "Régimen jurídico de los warrants —valores mobiliarios—", *RDBB*, nº 46, 1992, págs. 373-406.
- "Las emisiones de valores negociables", en F. Gil del Moral/G. Moreu Serrano/A. Pascual de Miguel (dirs.), *Contratos sobre acciones*, Madrid, 1994, págs. 25-26.
- "Artículo 5. Requisitos de la emisión de valores", en F. Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, págs. 97-129.
- CAHN, A., "Die Anpassung der Satzung der Aktiengesellschaft an Kapitalerhöhungen", *AG*, 2001, nº 4, págs. 181-185
- CAMPOBASSO, G. F., *Diritto Commerciale*, vol. 2 (*Diritto delle Società*), 5ª ed., Torino, 2002.
- CARIOTA FERRARA, F., *El negocio jurídico* (trad. esp. de Manuel Albaladejo), Madrid, 1956.
- CARLÓN, L., "La falta de desembolso íntegro del capital social en la sociedad de responsabilidad limitada", *Estudios de Derecho mercantil en homenaje al Profesor Antonio Polo*, Madrid, 1981, págs. 97-111.
- *Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, en M. Motos/M. Albaladejo, *Comentario al Código civil y Compilaciones forales*, t. XXIII, Madrid, 1984.
- CAROTA, L. "La revoca delle deliberazione di aumento di capitale scindibili", *Contratto e impresa*, 1996, nº 3, págs. 859-871.
- CARTER, R./MANASTER, S., "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation", *J. Fin.*, vol. 45, nº 4, 1990, págs. 1045-1067.
- CARTER, R./DARK, F./SINH.A., "Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks", *J. Fin.*, vol. 53, nº 1, 1998, págs. 283-302.
- CASELLA, R., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1983.
- CASTELLANO RAMÍREZ, Mª J., "El aumento del capital social", *Noticias de la Unión Europea*, nº 151, 1997, págs. 93-139.
- CAVALLO BORGIA, R., *Azioni e obbligazioni di società*, Padova, 1988.
- *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1978.
- CERA, M., *Il passaggio di riserve a capitale*, Milano, 1988.

- CESARINI, F., "Intermediaciones nel mercato delle nuove emissioni e tecniche consortili", *Riv. Soc.*, 1975, págs. 496-529.
- CORNELLI, F./GOLDREICH, D., "Bookbuilding and Strategic Allocation", *J. Fin.*, vol. 56, nº 6, 2001, págs. 2337-2369.
- COTTINO, G. Voz "Società per azioni", en A. Azara y E. Eula (eds.) *Novissimo digesto italiano*, XVII, Torino, 1970, (1ª ed., 1957), págs. 570-670.
- COURET, A., "Le droit de souscription a titre réductible", *Les Petites Affiches*, 1979, nº 66, págs. 11-20.
- COX, J.D./HILLMAN, R.W./LANGEVOORT, D.C., *Securities Regulation*, Boston, Toronto, London, 1991.
- CRISCUOLI, G., *La nullità parziale del negozio giuridico*, Milán, 1959.
- CHIAPPETTA, F., "L'aumento del capitale sociale, l'efficacia delle sottoscrizioni ed il "procedimento" come forma dell'azione sociale", *Riv. Dir. Comm.*, 1992, págs. 597-610.
- CHIOMENTI, F., "È prescrivibile il diritto del socio alla distribuciones di azioni emesse mediante aumento gratuito del capitale?", *Riv. Dir. Comm.*, 1984, I, págs. 269-275.  
— *La revoca delle deliberazioni assembleari*, Milano, 1969.
- D'ALIMONTE, J.S., "The letter of Intent and the Basic Structure of an Offering", en K.J. Bialkin/W.J. Grant, Jr., *Securities Underwriting. A Practitioner's Guide*, New York City, 1985, págs. 85-98.
- DANA-DÉMARET, S., Voz "Capital social", *Repertoire des Sociétés Dalloz*, 1994 (octubre), págs. 1-41.  
— *Le capital social*, Paris, 1989.
- DE ALBUQUERQUE, P., *Direito de preferência dos sócios em aumentos de capital nas sociedades anónimas e por quotas*, Coimbra, 1993.
- DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*, Madrid, 1993.
- DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables*, Madrid, 1998.
- DE CASTRO MARTÍN, J. L., "La reafirmación de la voluntad social (delimitación del supuesto de hecho del art. 115.3 LSA)", en VV.AA., *Estudios Jurídicos en Homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, vol. II, Madrid, 1996, págs. 1587-1626.
- DE CASTRO, F., *El negocio jurídico*, Madrid, 1985 (ed. facsímil de la publicada en 1971).  
— *Derecho civil de España*, Madrid, 1984.  
— "La promesa de contrato", *ADC*, 1950, págs. 1133-186.
- DE LA CÁMARA, M., *El capital social en la sociedad anónima, su aumento y disminución*, Madrid, 1996.  
— *Estudios de Derecho Mercantil*, I, Madrid, 1977.



- *Estudios de Derecho Mercantil*, II, Madrid, 1978.
- DE LA CUESTA, J M<sup>a</sup>., "El aumento y la reducción del capital social", en A. Rojo (dir.), *La reforma de la Ley de sociedades anónimas*, Madrid, 1987, págs. 173-223.
- DE LOS MOZOS, J.L., *El negocio jurídico*, Madrid, 1987.
- DEL CAÑO PALOP, J.R., "Artículo 34. Régimen sancionador", en F. Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, págs. 969-1008.
- DELGADO ECHEVARRÍA, J., en M. Albaladejo (dir.), *Comentarios al Código Civil y Compilaciones forales*, t. XVII, vol. 2<sup>a</sup>, Madrid, 1981.
- "Comentario a los artículos 1303", en C. Paz-Ares/L. Díez-Picazo/R. Bercovitz/P. Salvador Coderch, *Comentarios del Código civil*, II, Ministerio de Justicia, Madrid, 1993, págs. 550-553.
- "Comentario a los artículos 1307 y 1308", en C. Paz-Ares/L. Díez-Picazo/R. Bercovitz/P. Salvador Coderch, *Comentarios del Código civil*, II, Ministerio de Justicia, Madrid, 1993, págs. 561-564.
- DENECKER, J., "La deuxième directive du Conseil des Communautés Européennes relative a la constitution de la société anonyme, au maintien et aux modifications de son capital", *Rev. Soc.*, 1977, IV, págs. 661-679.
- DI SABATO, F., *Manuale delle società*, 6<sup>a</sup> ed., Torino, 1999.
- DI PASQUALI, F., "Struttura dei consorzi e tecniche di collocamento di azioni in Italia e nei paesi anglosassoni" en F. Cesarini (dir.), *Banche, intermediari finanziari e mercato azionario*, Milano, 1987.
- DÍAZ GÓMEZ, M<sup>a</sup> A., *Las aportaciones no dinerarias en la Sociedad Anónima: contenido, valoración y desembolso*, Madrid, 1997.
- DÍEZ-PICAZO, L., "Eficacia e ineficacia del negocio jurídico", *ADC*, II, 1961, págs. 809-833.
- "La autonomía privada y el derecho necesario en la Ley de Arrendamientos Urbanos", *ADC*, II, págs. 1149-1181.
- *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, I (Introducción. Teoría del contrato), Madrid, 1993.
- *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, II (Las relaciones obligatorias), Madrid, 1996.
- "Comentario al artículo 1256", en C. Paz-Ares/L. Díez-Picazo/R. Bercovitz/P. Salvador Cordech, *Comentario del Código Civil*, t. II, Madrid, 1993, págs. 432-433.
- *La representación en el Derecho Privado*, Madrid, 1979 (reimpr. 1992).
- "Los llamados contratos forzados", *ADC*, 1956, I, págs. 85-118.
- DÍEZ-PICAZO, L./GULLÓN, A., *Sistema de Derecho civil*, I, 9<sup>a</sup> ed., Madrid, 2001.
- *Sistema de Derecho civil*, II, 9<sup>a</sup> ed., Madrid, 2001.
- DOMENICHINI, G., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1993.
- DRINKUTH, H., *Die Kapitalrichtlinie- Mindest-oder Höchstnorm?*, Köln, 1998.
- DUBRUJEAUD, J., "Le contrat de souscription", *Juris Classeur des Sociétés*, vol. VI, fasc.

115, págs. 1-18.

EMBID IRUJO, J.M., "Garantías exigidas al oferente en la nueva regulación de OPAS", en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil. Homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, t. I, Madrid, 1994, págs. 695-704.

EMBID IRUJO, J.M./MARTÍNEZ SANZ, F., "Libertad de configuración estatutaria en el Derecho español de sociedades de capital", *RdS*, 1996, nº 7, págs. 11-30.

ESCARRA, J., *Cours de droit commercial*, Paris, 1952.

ESCARRA, J./ESCARRA, E./RAULT, J., *Traité théorique et pratique de droit commercial. Les sociétés commerciales*, t. II (Sociétés par actions), Paris, 1951.

ESPÍN GUTIÉRREZ, C., *La operación de reducción y aumento del capital simultáneos en la sociedad anónima*, Madrid, 1997.

ESTEBAN VELASCO, G., *El poder decisión en las sociedades anónimas*, Madrid, 1982.

FARENGA, L., "Sulla natura giuridica della sottoscrizione del capitale sociale", *Riv. Dir. Comm.*, 1997, p. 462-472

FERNÁNDEZ ARMESTO, J./DE CARLOS BERTRÁN, L., *El Derecho del Mercado financiero*, Madrid, 1992.

FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., "Artículo 30. Entidades colocadoras y comercializadoras", en F. Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, págs. 835-886.

— "Artículo 31. Deberes de la entidad directora", en F. Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, págs. 887-941.

— *La responsabilidad civil de las entidades colocadoras de valores por el contenido del folleto informativo*, en *Cuadernos de la Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 2 (nº monográfico), 1995.

— *Las normas de conducta en el Derecho del Mercado de Valores*, Madrid, 2000.

FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A./GÓMEZ-JORDANA MOYA, I., *La colocación privada de valores*, Madrid, 1999.

FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L.A., "El capital autorizado", en A. Alonso Ureba y otros (coord.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, t. III, vol. 1º, Madrid, 1994, págs. 195-236.

FERNÁNDEZ PÉREZ, N., *La protección jurídica del accionista inversor*, Navarra, 2000.

FERRARA, F. jr. *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1962.

— "Deliberazione complessa in tema di aumento di capitale", *Riv. Soc.*, 1963, págs. 271-283.

FERRARINI, G., *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, 1986.

FERRI, G., "Le società", en Vassalli (dir.), *Trattato di Diritto Civile italiano*, Torino, 1971.

- FERRONNIÈRE, J./DE CHILLAZ, E., *Les operations de banque*, Paris, 1976 (existe de. de 1980).
- FISCHER, R., en W. GADOW/E. HEINICHEN y otros, *Aktiengesetz Grosskommentar*, 2ª ed., Berlin, 1965, § 149, marginal 4, p. 24.
- FISCHER, R., *Las sociedades anónimas. Su régimen jurídico* (trad. esp. de W. Roces), Madrid, 1934.
- FLAQUER RIUTORT, J., *El capital autorizado*, Palma de Mallorca, 1995.
- FLUME, W., *El negocio jurídico. Parte General del Derecho Civil.*, Madrid, 1998 (trad. esp. de J. Mª Miquel y E. Gómez Calle).
- FORMIGGINI, A., "Sottoscrizione condizionata di capitale azionario", *Dir. Fall.*, 1946, I, págs. 53-70.
- FORSTMOSER, P./MEIER-HAYOZ, A./NOBEL, P., *Schweizerisches Aktienrecht*, Bern, 1996.
- FRÈ, G., "Società per azioni", en Scialoja/Branca (eds.), *Comentario del Codice Civile*, Libro V, 4ª ed., Bolonia-Roma, 1972.
- FREILICH, H.I./JANVEY, R.S., "Understanding 'Best Efforts' Offerings", *Sec. Reg. Law. Jour.*, vol. 17, 1989, págs. 151-171.
- FREIRE COSTAS, R. Mª., "Emisión de warrants", en A. Alonso Ureba/J. Martínez-Simancas (dirs.), *Instituciones del Mercado Financiero*, vol. VII, Madrid, 1999, págs. 4259-4290.
- GALÁN CORONA, E., "Comentario de la Sentencia del T.S. de 27 de marzo de 1984", *CCJC*, 1984, págs. 1549-1559.
- GALÁN LÓPEZ, C., "El aumento del capital por compensación de créditos", en *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, 1991, págs. 434-464.
- GALGANO, F., "Aumento di capitale solo parzialmente eseguito", *Giur. Comm.*, 1976, II, págs. 499-507.
- *Il negozio giuridico*, Milano, 1988.
- *La società per azioni*, en *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell'economia*, VII, Padova, 1984.
- *Le società di capitali e le cooperative*, en *Diritto civile e commerciale*, vol 3º (*L'impresa e le società*), t. II, Padova, 1990.
- GANDINI, C., "Modificazioni dell'atto costitutivo nelle società di capitali: adempimenti pubblicitari ed aumento del capitale sociale" (I), *Giur. Comm.*, 1989-I, págs. 864-885.
- "Modificazioni dell'atto costitutivo nelle società di capitali: adempimenti pubblicitari ed aumento del capitale sociale" (II), *Giur. Comm.*, 1989-I, págs. 1028-1045.
- GARCÍA-CRUCES, J.A., "Consideraciones en torno a la jurisprudencia del TJCE en materia de sociedades", en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil. Homenaje a*

Evelio Verdera y Tuells, t. II, Madrid, 1994, págs. 935-978.

GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELAZQUEZ, J., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Bologna, 1989.

— "Sobre la eficiencia del mercado de capitales. Una aproximación al Securities Law de los Estados Unidos", *RDM*, nº 193-194, 1989, págs. 653-678.

— "El nuevo régimen de emisión de acciones por sociedades cotizadas", *Expansión*, jueves, 26 de noviembre de 1998, págs. 58-59.

GARCÍA LUENGO, R./SOTO VÁZQUEZ, R., *El nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima*, Madrid, 1991.

GARCÍA-MORENO GONZALO, J. M<sup>a</sup>., *El aumento del capital con cargo a reservas en las Sociedades Anónimas*, Pamplona, 1995.

— "Actualización de balances: afloración y aplicación de reservas ocultas", en VV.AA., *Estudios Jurídicos en Homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, t. II, Madrid, 1996, págs. 1839-1868.

GARCÍA PITA Y LASTRES, J.L., "Breves consideraciones sobre la problemática jurídica de los warrants y las opciones sobre valores negociables", *La Ley*, 1990-2, págs. 1205-1223.

— "Comentario al artículo 10", en F. Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAS)*, vol. 1º, Madrid, 1993, págs. 259-323.

— "Artículo 23. Apertura y cierre de la suscripción", en F. Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, págs. 531-588.

GARCÍA RUBIO, M<sup>a</sup> P., *La responsabilidad precontractual en el Derecho español*, Madrid, 1991.

GARCÍA VILLAYERDE, R., "La constitución y el capital en las sociedades de la CEE (Primera y Segunda Directrices)", en E. García de Enterría/ J. González Campos/S. Muñoz Machado (dirs.), *Tratado de Derecho comunitario europeo (Estudio sistemático desde el Derecho español)*, t. III, Madrid, 1986, págs. 203-268.

GARDEAZÁBAL DEL RÍO, F.J./MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, T.R., "Problemática que plantean la fusión y el aumento de capital en la sociedad anónima" en V.M. Garrido de Palma (dir.), *Estudios sobre la sociedad anónima*, Madrid, 1991, págs. 259-322.

GARRIGUES, J., *Curso de Derecho mercantil*, Madrid, 1936.

— *Nuevos hechos, nuevo Derecho de sociedades anónimas*, Madrid, 1933 (reimpr. 1998).

— *Contratos bancarios*, 2ª ed., Madrid, 1975.

GARRIGUES, JURÍA, R., *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, I, 3ª ed., (edición revisada por A. Menéndez y M. Olivencia), Madrid, 1976.

— *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, II, 3ª ed., (edición revisada por A. Menéndez y M. Olivencia), Madrid, 1976.

GAY DE MONTELLÁ, R. *Código de Comercio*, II, Barcelona, 1936.

— *Sociedades mercantiles*, II, Barcelona, 1930.

GAYA SICILIA, R., Voz "Condición", *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. I, Madrid, 1995, págs. 1373-1377.

- GERRY, D., "Le régime des augmentations du capital en numéraire après la Loi n° 83-1 du 3 janvier 1983", *Rev. Soc.*, 1983, págs. 261-284.
- GINEVRA, E., "Aumento di capitale sociale e deroga all'art. 2441, comma 2°, C.C.", *BBTC*, 1995, II, págs. 752-776.  
— *Sottoscrizione e aumento del capitale nelle s.p.a.*, Milano, 2001.
- GIRÓN, J. *Derecho de Sociedades Anónimas*, Valladolid, 1952.  
— *Derecho de sociedades. Parte general. Sociedades colectivas y comanditarias*, I, Madrid, 1976.
- GISPERT PASTOR, M<sup>a</sup> T., "Acerca de la validez jurídica de una oferta pública de adquisición de valores mobiliarios mediante el canje de títulos aún no emitidos por la sociedad oferente en el momento de su presentación ante la Junta Sindical de la Bolsa", en VV.AA., *La OPA del Banco de Bilbao. Documentos y dictámenes jurídicos*, Madrid, 1987, págs. 201-213.
- GIULIANI, A., "Questioni in tema di opzione e di conferimenti in natura per aumento di capitale nelle società azionarie", *Riv. Not.*, 1957, págs. 681-685.
- GODIN, R./WILHELMI, H., *Aktiengesetz*, Berlin, 1950.  
— *Aktiengesetz Kommentar*, II, 3ª ed., Berlin, 1968.
- GOMÉZ DE LA ESCALERA, C., *La nulidad parcial del contrato*, Madrid, 1995
- GÓMEZ-MARTINHO FAERNA, A., "La nulidad parcial de los negocios jurídicos", en A. de la E. Martínez Radio (dir.), *Estudios de Derecho Privado*, I, Madrid, 1962, págs. 338-366.
- GÓMEZ PORRUÁ, J.M., *La fusión de sociedades anónimas en Derecho español y comunitario*, Madrid, 1991.
- GONDRA, J. M<sup>a</sup>/SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "La viabilidad jurídica de la OPA formulada por el Banco de Bilbao a los accionistas del Banco Español de Crédito", en VV.AA., *La OPA del Banco de Bilbao. Documentos y dictámenes jurídicos*, Madrid, 1987, págs. 97-134.
- GONZÁLEZ VÁZQUEZ, J.C., "Il c.d. aumento di capitale mediante compensazione: natura giuridica e disciplina applicabile", *Giur. Comm.*, I, n° 21.2 (marzo-abril 1994), págs. 275-312.
- GORDILLO CAÑAS, A., "Nulidad parcial del contrato con precio ilegal", *ADC*, 1975, págs. 101-204.  
— "Nulidad, anulabilidad e inexistencia. (El sistema de las nulidades en un Código latino situado entre la primera y la segunda Codificación)", en *Centenario del Código Civil*, I, (Asociación de Profesores de Derecho civil), Madrid, 1990, págs. 935-983.
- GRANDE STEVENS, F., "Prescrittibilità del diritto del socio alle azioni c.d. gratuite emesse in occasione di aumento di capitale", *Riv. Soc.*, 1983, págs. 1165-1166.
- GRANT, W. J., jr., en K. J. Bialkin/W. J. Grant, jr., *Securities Regulation (A practitioner's Guide)*, New York, 1985, págs. 25-46.

- GRASSETTI, C., "Diritto di voto in pendenza di aumento di capitale", *Riv. Dir. Comm.*, 1953, I, págs. 50-54.
- "Questioni sull'aumento di capitale non integralmente sottoscritto" *Giur. Comm.*, 1976, II, págs. 485-490.
- GRAZIANI, A., *Diritto delle società*, 5ª ed., Napoli, 1963.
- GRIMALDOS GARCÍA, Mª I., *Responsabilidad civil derivada del folleto de emisión de valores negociables*, Valencia, 2001.
- GROSS, W., "Bookbuilding", *ZHR*, nº 162 (junio de 1998), págs. 318-339.
- GUADARRAMA LÓPEZ, E., *Las sociedades anónimas. Análisis de los subtipos societarios*, Universidad Autónoma de México, México D. F., 1993.
- GUERRERA, F., *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, Torino, 1995.
- GUYON, Y., "La mise en harmonie du droit français des sociétés avec la Directive des Communautés Européennes sur le capital social", *La semaine juridique (J.C.P.)* ed E., 1982, I, nº 3067, marginales 1-34.
- HAHGEN, T.L., *The Law of Securities Regulation*, 3ª ed., 1996.
- HAMEL, J./LAGARDE, G./JAUFFRET, A., *Droit commercial*, 2ª ed., Paris, 1980.
- HAMIAUT, M., *La Réforme des Sociétés Commerciales*, II, Paris, 1966.
- HEFERMEHEL, W./BUNGEROTH, E., en Gessler, E./Hefermehel, W./Eckardt, u./Kropff B. y otros, *Aktiengesetz Kommentar*, München, 1989.
- HEINKEL, R./SCHWARTZ, E.S., "Rights versus Underwritten Offerings: An Asymmetric Information Approach", *J.Fin.*, vol. 41, nº 1, 1986, págs. 1-18.
- HOFFMANN-BECKING, M., "Neue formen der Aktienemission", *Festschrift für Otfried Lieberknecht*, München, 1997, págs. 25-43.
- HOMMELHOFF, P., "Zum vorläufigen Bestand fehlerhafter Strukturänderungen in Kapitalgesellschaften", *ZHR*, 158/1994, págs. 11-34.
- HOPT, K.J., *Le banche nel mercato dei capitale*, (trad. it.), Milano, 1995.
- "Emissionsgeschäft und Emissionskonsortien. Recht und Praxis in Deutschland und in der Schweiz", *Festschrift für A. Kellermann zum 70. Geburtstag*, (ZGR Sonderheft 10), Berlin-New York, 1991, págs. 181-199.
- HOUPIN, C./BOSVIEUX, H., *Traité général Theorique et Pratique des Sociétés civiles et commerciales et des Associations*, II, Paris, 1927.
- HUBER, U., "Die Abfindung der neuen Aktionäre bei Nichtigkeit der Kapitalerhöhung", *Festschrift für Carsten Peter Claussen*, Köln-Berlin-Bonn-München, 1997, págs. 147-169.
- HÜFFER, U., *Aktiengesetz*, 3ª ed., München, 1997.
- "Wertmässige statt gegenständlicher Unversehrtheit von Bareinlage im Aktienrecht", *ZGR*, 1993, págs. 474-488.

- IANNUZZI, M., "Osservazioni sul progetto di seconda direttiva in tema di armonizzazione del diritto societario", *Riv. Soc.*, 1971, págs. 636-656.
- IANNELLO, B./ MONTESANO, A., "Commento alla sentenza della Casazione, 11 marzo 1995", *Le società*, 1995, nº 10. Págs. 1297-1304.
- IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W., *La contratación en el Mercado de Valores*, en M. Olivencia/C. Fernández-Novoa/R. Jiménez de Parga (dir.) y G. Jiménez Sánchez (coord.), *Tratado de Derecho Mercantil*, Madrid-Barcelona, 2001.
- IGLESIAS CUBRÍA, M., *Los derechos patrimoniales eventuales (Estudio de las situaciones jurídicas de pendencia)*, Oviedo, 1961.
- IGLESIAS PRADA, J.L., "Sobre el aumento del capital por compensación de créditos", *AAMN*, t. XXXIII, págs. 203-248.
- IGLESIAS PRADA, J. L./BELTRÁN SÁNCHEZ, E., "A propósito de la propuesta y del informe justificativo relativos a las modificaciones estatutarias: viejas y nuevas ideas", en VV.AA., *Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, t. II, Madrid, 2002, págs. 2247-2275.
- JORDANO BAREA, J. B., "La causa en el sistema del Código civil español", *Centenario del Código Civil*, t. I, (Asociación de Profesores de Derecho Civil), Madrid, 1990, págs. 1041-1060.
- "Causa, motivo, y fin del negocio (Sentencia de 30 de junio de 1948)", *ADC*, II, 1949, págs. 749-757.
- JENNINGS, R.W./MARSH, H. Jr./COFFEE, J.O. Jr., *Securities Regulation* (7ª ed.), New York, 1992.
- JUGLART, M./IPPOLITO, B., *Cours de droit commercial*, II, Paris, 1969.
- *Banques et Bourses*, en *Traité de Droit Commercial*, VII, Paris, 1991.
- KIMPLER, F., *Die Abgrenzung der Zuständigkeiten von Hauptversammlung und Vorstand bei der Kapitalerhöhung*, Frankfurt am Main, 1994.
- KLEIN, M., *El desistimiento unilateral del contrato*, Madrid, 1997.
- KLEVEMAN, D., "Heilung einer gescheiterte Kapitalerhöhung", *AG*, 1993, nº 6, págs. 273-278.
- KONIGE, H./PINNER, U./BONDI, F., *Staub's-Kommentar zum Handelsgesetzbuch*, Berlin-Leipzig, 1921.
- KORT, M., "Aktien aus vernichteten Kapitalerhöhung", *ZGR*, 2/1994, págs. 291-324.
- KRASKER, W.S., "Stock Price Movements in Response to Stock Issues under Asymetric Information", *J. Fin.*, vol. 41, nº 1, 1986, págs. 93-103.
- KRIEGER, G., "Fehlerhafte Satzungsänderungen: Fallgruppen und Bestandskraft", *ZHR*, 158/1994, págs. 35-55.
- G. KRIEGER, en VV.AA., *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts*, IV, München, 1999, § 57.

- LACOUR, L./BOUTERON, J., *Précis de droit commercial*, (3ª ed.), París, 1925.
- LACRUZ BERDEJO, J. L. y otros, *Elementos de Derecho civil*, II, vol. 1º, 2ª ed. (revisada por J. Delgado Echeverría), Madrid, 2000.
- *Elementos de Derecho civil*, I, vol. 1º *Introducción*, 2ª ed. (revisada por J. Delgado Echevarría), Madrid, 2000.
- *Elementos de Derecho civil*, I, vol. 3º, 2ª ed. (revisada por J. Delgado Echevarría), Madrid, 2000.
- LANGLE, E., *Derecho Mercantil español*, I, Barcelona, 1950.
- LARENZ, K., *Metodología de la ciencia del Derecho*, Barcelona, 1980.
- LARRIBA DÍAZ-ZORITA, A., *Acciones y derechos de suscripción*, Madrid, 1982.
- LAURINI, G., "Della pretesa contestualità tra sottoscrizione e versamento dei 3/10 dell'aumento di capitale e di altro", *Giur. Comm.*, 1997, II, págs. 755-758.
- LE FÈVRE, A., "La traduction en droit français des sociétés commerciales de la 2ª Directive du Conseil des Communautés Économiques Européennes: la Loi nº 81-1162 du 30 décembre 1981 et le Décret nº 82-460 du 2 juin 1982", *Rev. Soc.*, 1982, IV, págs. 441-472.
- LEHMANN, K., *Das Recht der Aktiengesellschaften*, Berlin, 1904 (reimpr. 1964).
- LÓPEZ ANTÓN, F., "Ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios", *RDM*, nº 175-176, 1985, págs. 203-226.
- LÓPEZ BELTRÁN DE HEREDIA, C., *La nulidad contractual. Consecuencias*, Valencia, 1995.
- LÓPEZ FERNÁNDEZ, L.M., *La condición suspensiva en los contratos*, Madrid, 2000.
- LÓPEZ FRÍAS, A.Mª., "Clases de nulidad parcial del contrato en el Derecho español", *ADC*, II, 1990, págs. 851-866.
- *Los contratos conexos*, Barcelona, 1994.
- LÓPEZ ORTEGA, R., *Los dividendos pasivos*, Madrid-Barcelona, 1998.
- LÓPEZ SANTAMARÍA, J., "El contrato forzoso o impuesto", *RDP*, 1975, págs. 491-510.
- LOSS, L./SELIGMAN, J., *Fundamentals of Securities Regulation*, 3ª ed., Boston-Toronto-New York-London, 1995.
- LUCCHINI GUASTALLA, E., "Sulla revoca dei conferimento in frode ai creditori", *Giur. Comm.*, 1996, II, págs. 18-31.
- LUTTER, M., (*Kapital, Sicherung der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung in den Aktien- und GmbH-Rechten der EWG*, Karlsruhe, 1964.
- "Gescheiterte Kapitalerhöhungen, Gesellschaftsrecht und Unternehmensrecht", *Festschrift für W. Schilling*, Berlin-New York, 1973, págs. 207-233.
- "Vorleistungsrisiko der Zeichner und "freie Verfügbarkeit" bei Gründung und



- Kapitalerhöhung", *Festschrift für Theodor Heinsius*, Berlin-New York, 1991, págs. 497-521.
- *Kölnen Kommentar zum Aktiengesetz*, vol. 5, §§ 179-220, 2ª ed., Köln-Berlin-Bonn-München, 1990.
- LUTTER, M./FRIEDEWALD, R., "Kapitalerhöhung, Eintragung im Handelsregister und Amtslösung", *ZIP*, 1986, nº 11, págs. 691-694.
- LUTTER, M./HOMMELHOF, P., *GmbH-Gesetz Kommentar*, 14ª ed., Köln, 1995.
- LYON-CAEN, CH./RENAULT, L., *Traité de Droit Commercial*, II, Paris, 1929.
- LLEBOT MAJÓ, J-O., "La geometría del capital social", *RDM*, nº 231, 1999, págs. 37-89.
- MAJELLO, U., "L'esercizio del diritto di opzione per le azioni di nuova emissione", *Giur. Comm.*, 1996, I, págs. 134-143.
- MACHADO PLAZAS, J., "Comentario a los artículos 161 y 162", en I. Arroyo/J.M. Embid Irujo (coord.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, II, Madrid, 2001, págs. 1706-1711.
- MACHADO PLAZAS, J./MERCADAL VIDAL, F., "Modificación de Estatutos. Aumento y reducción del capital social (Capítulo IV)" en I. Arroyo/J.M. Embid Irujo (coord.), *Comentarios a la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, Madrid, 1997.
- MALTONI, M., "Consensualità del contratto di sottoscrizione e qualificazione giuridica dell'obbligo di versamento contestuale dei tre decimi: spunti di riflessione", *Giur. Comm.*, 1997, II, págs. 655-660.
- MAMBRILLA RIVERA, V., "Aumento del capital por compensación de créditos", en A. Alonso Ureba y otros (coord.), *Derecho de sociedades anónimas*, t. III, vol. 1º, Madrid, 1994, págs. 315-424.
- MANDELKER, G./RAVIV, A., "Investment Banking: an Economic Analysis of Optimal Underwriting Contracts" en *J. Fin.*, vol. 32, nº 3, 1977, págs. 683-694.
- MANZANARES, A., "La responsabilidad precontractual en la hipótesis de ruptura injustificada de las negociaciones preliminares", *ADC*, 1984, págs. 687-748.
- MARANI, F., "Consensualità e realtà nella sottoscrizione di aumento di capitale", *Il Diritto dell'economia*, 1997, nº 1, págs. 7-18.
- MARASÀ, "La Seconda Direttiva C.E.E. in materia di Società per azioni", *Riv. Dir. Civ.*, 1978, II, págs. 656-680.
- MARCHETTI, P.G., "Problemi in tema di aumento di capitale", en *Aumento e riduzione del capitale*, Milano, 1984, págs. 55-99.
- "Commento all'art. 20 II D.p.r. 20 febbraio 1986", *Le nuove leggi civile commentate*, nº 1-2, enero-abril 1988, págs. 173-175.
- "Aumenti di capitale ad esecuzione differita: warrant, opzione indiretta", *Riv. not.*, nº 223, 1993, págs. 223-233.
- MARGHERI, A., en L. Bolaffio/C. Vivante (coords.), *Il Codice di commercio commentato*,

- vol. III (*Delle Società e delle Associazioni Commerciali*), Verona, 1909.
- MARÍN PADILLA, M<sup>a</sup> L., *El principio general de conservación de los actos y negocios jurídicos*, Barcelona, 1990.
- MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, T.A., "El aumento del capital social", en V.M. Garrido de Palma y otros, *Las sociedades de capital conforme a la nueva legislación*, Madrid, 1990, págs. 667-720.
- MARTÍNEZ NADAL, A., *El aumento del capital con cargo a reservas y beneficios en la sociedad anónima*, Madrid, 1996.
- MARTÍNEZ SANZ, F., *Provisión de vacantes en el Consejo de Administración de la Sociedad Anónima (La cooptación)*, Pamplona, 1994.
- MARTÍNEZ-RADÍO, A. de la E., "Tradición instrumental y aportación social", *RDM*, 1960, págs., 457-492.
- MARTORANO, F. S., *La revocatoria dei conferimenti in società di capitali*, Milano, 2000.
- MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, J., en J. Mascareñas Pérez-Íñigo y J.E. Cachón Blanco, *Activos y mercados financieros. Las acciones*, Madrid, 1996.
- MASCHIO, E., "Mancata sottoscrizione di tutto el capitale deliberato e prestesa cancellazione dell'iscrizione" *Il Dir. fall*, 1976, II, págs. 248-253.
- MENÉNDEZ, A. "El Anteproyecto de Ley de reforma parcial y de adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la CEE en materia de sociedades", en A. Rojo (dir.), *La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1987, págs. 13-19.
- "Saneamiento de la Empresa y derecho de suscripción preferente", en VV.AA., *Estudios de Derecho Mercantil. Homenaje al Profesor Justino F. Duque*, t. I, Valladolid, 1998, págs. 499-510.
- *Ensayo sobre la evolución actual de la sociedad anónima*, Madrid, 1974.
- MEO, G., *Gli effetti dell'invalidità delle deliberazioni assembleari*, Milano, 1998.
- MESSINEO, F. *Il contratto in genere*, Milano, 1968-1972.
- MESTRE, J./BLANCHARD-SÉBASTIEN, C., en *Lamy Sociétés Commerciales*, Paris, 1998.
- MONTÉS PENADÉS, L., "De las diversas especies de obligaciones (artículos 1113-1124)", en M. Albaladejo (dir.), *Comentarios al Código Civil y Compilaciones forales*, t. XV, vol. 1º, Madrid, 1989, págs. 988-1255.
- MONTÓN REDONDO, A., "Los pactos precontractuales y la exigencia judicial de su cumplimiento. Algunas sugerencias para la reforma del artículo 1451 del Código Civil", *La Ley*, 1990-3, págs. 991-1000.
- MORALES MORENO, A.M., "El 'propósito práctico' y la idea de negocio jurídico en Federico de Castro", *ADC*, 1983, págs. 1529-1546.
- *El error en los contratos*, Madrid, 1988.
- MOREAU, A., *La société anonyme*, I, Paris, 1955-1960.

- MOSSA, L., "Pubblicazione dell'aumento del capitale della società anonima", *Riv. Dir. Comm.*, 1941, II, págs. 177-184.
- MUCCIARELLI, G., "La prelazione nell'art. 2441, terzo comma, del codice civile", *Riv. Soc.*, 1992, págs. 17-74.
- MÜLLER, W., "Die Leistung der Bareinlage bei der Aktiengesellschaft -zur freien Verfügung des Vorstands-", *Festschrift. für K. Beusch*, Berlin-New York, 1993, págs. 631-644.
- NAVARRINI, U., "Sulla sottoscrizione del capitale sociale per serie successive di azioni", *Studi e questioni di Diritto Commerciale*, Roma-Torino-Milano, 1908, págs. 191-196.
- *Trattato teorico-pratico di Diritto Commerciale*, vol. IV (*Diritto delle persone. I commercianti*), Milano-Torino-Roma, 1920.
- NOIREL, J., "Commentaire sous l'arrêt Cour d'appel de Paris de 19-3-1957", *Rev. Soc.*, 1958, II, págs. 144-157.
- OTERO LASTRES, J.M., "Dictamen sobre la validez de una OPA bancaria por canje en la que se ofrecen títulos a emitir", en VV.AA., *La OPA del Banco de Bilbao. Documentos y dictámenes jurídicos*, Madrid, 1987, págs. 163-200.
- *Dividendos pasivos*, en R. Uria/A. Menéndez/M. Olivencia (dir.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. III, vol. 3º, Madrid, 1994.
- PACIELLO, A., "Considerazioni sulla struttura del contratto di sottoscrizione", *BBTC*, 1983, II, págs. 91-102.
- PALOMEQUE LÓPEZ, M., *La nulidad parcial del contrato de trabajo*, Madrid, 1975
- PASQUAU LIAÑO, M., *Nulidad y anulabilidad del contrato*, Madrid, 1997
- PAU PEDRÓN, A., "La publicidad registral de la sociedad anónima", *AAMN*, T. XXX, vol. 2º, 1991, págs. 49-91.
- *Voz "Registro Mercantil"*, *Enciclopedia Jurídica Básica*, IV, Madrid, 1994, págs. 5721-5730.
- PAZ-ARES, C., "Negocios sobre las propias acciones", VV.AA., *La reforma del Derecho español de las Sociedades de capital*, Madrid, 1987, págs. 473-630.
- "Aproximación al estudio de los dividendos en especie", *RJN*, n.º 3, 1992, págs. 207-228.
- "El aumento mixto de capital (Notas en defensa de la figura)", *RDM*, n.º 203-204, 1992, págs. 7-27.
- "¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de sociedades? (Reflexiones a propósito de la libertad contractual en la nueva LSRL)", en C. Paz-Ares (coord), *Tratando de la sociedad limitada*, Madrid, 1997, págs. 161-205.
- PELLIZZI, G. "Nota sulla sottoscrizione parziale di aumento del capitale", *Riv. soc.*, 1979, págs. 1243-1266; también publicado en *Saggi di Diritto Commerciale*, Milano, 1988, págs. 395-417.
- PERDICES HUETOS, A., *Cláusulas restrictivas de la transmisión de acciones y participaciones*, Madrid, 1997.

- PÉREZ TROYA, A., *La determinación del tipo de canje en la fusión de sociedades*, Madrid-Barcelona, 1998.
- *La tutela del accionista en la fusión de sociedades*, Madrid, 1998.
- PESCE, A., "Diritto di voto in pendenza di aumento di capitale" *Rivista delle Società*, 1957, págs. 696-703.
- PETRELLI, G., *La condizione 'elemento essenziale' del negozio giuridico (Teoria generale e profili applicativi)*, Milano, 2000.
- PIC, P./KREHER, J., *Des Sociétés Commerciales*, en *Traité Général Théorique et pratique de Droit commercial*, II, Paris, 1948.
- POLO, E., *Los administradores y el Consejo de administración de la Sociedad Anónima*, en R. Uria/A. Menéndez/M. Olivencia (dir.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. VI, Madrid, 1991.
- PORTALE, G. B., "Capitale sociale e attribuzione di azioni nella fusione per incorporazione", *Giur. Comm.*, 1984-I, págs. 1031-1039.
- "Mancata attuazione del conferimento in natura e limiti del principio di effettività del capitale nella società per azioni", *Riv. Soc.*, enero-febrero, 1998, págs. 1-92.
- "Principio consensualistico e conferimento di beni in proprietà", *Riv. Soc.*, 1970, págs. 913-950.
- "Del capitale assicurato alle tracking stocks", *Riv. Soc.*, enero-febrero 2002, págs. 146-169.
- PREITE, D., *L' "Abuso" della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milán, 1992.
- PRIESTER, H.-J., "Wertgleiche Deckung statt Bardepott?", *ZIP*, 1994, págs. 599-604.
- PUIG BRUTAU, J., *Fundamentos de Derecho civil*, II, vol 2º, 2ª ed., Barcelona, 1982.
- *Fundamentos de Derecho Civil*, t. II, vol. 1º, 3ª ed., Barcelona, 1988.
- QUIJANO, J., "Modificación de Estatutos", en A. Alonso Ureba y otros (coord.), *Derecho de sociedades anónimas*, t. III, vol. 1º, Madrid, 1994, págs. 13-75.
- QUIÑONERO CERVANTES, E., en M. Albaladejo (dir.), *Comentarios al Código civil y Compilaciones forales*, t. XVII, vol. 1º A, Madrid, 1993.
- RAMOS GASCÓN, F.J., *Régimen jurídico de los valores*, Madrid, 1997.
- REA, D.B./GRANT, W.J., Jr., "The Syndication and Marketing Process", en K.J. Bialkin/W.J. Grant, Jr., *Securities Underwriting. A Practitioner's Guide*, New York, 1985, págs. 277-291.
- RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad", *RDBB*, nº 50, 1993, págs. 363-403.
- RIMINI, E., *La mancata attuazione dei conferimenti in natura nelle società per azioni*, Milano, 1993.
- RIPERT, R., *Traité élémentaire de droit commercial*, I, Paris, 1968.

- RIPERT. G./ROBLOT, R., *Traité de droit commercial*, I, 17<sup>a</sup> ed., Paris, 1998.
- RITTNER/SCHMIDT-LEITHOFF, en Rowedder, H./Fuhrmann, H. y otros, *GmbHG Kommentar*, 3<sup>a</sup> ed., München, 1997.
- RIVOLTA, G.C., "Profili de la nuova disciplina del diritto d'opzione", *Riv. Dir. Civ.*, 1975, I, págs. 517-552.
- ROBBINS, R.B., "All-or-none Offerings Under Rule 10b-9", en *ALI-ABA, (American Law Institute-American Bar Association) Course Materials Journal*, vol. 13, nº 4, 1989, págs. 77-102.
- "Structuring Best Efforts Offerings and closings under Rule 10B-9", en *ALI-ABA, Course of Study of American Law Institute-American Bar Association*, Washington D. C., 1996.
- "All or none offerings", *The Rev. of Sec. & Comm. Reg.*, vol. 19, nº 6, 19 marzo, 1986, págs. 59-66.
- "All-or-none offerings: an Update", *The Rev. of Sec. & Comm. Reg.*, 27 agosto, 1986, págs. 181-183.
- ROCA SASTRE, M., "Contrato de promesa", en *Estudios de Derecho privado*, I-II, Madrid, 1948, págs. 323-350.
- ROCA TRÍAS, E., Voz "Revocación", *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. IV, Madrid, 1995, págs. 6011-6012.
- ROCCO DI TORREPADULA, N., *Partecipazione in società e revocatoria*, Milano, 2001.
- RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., *Consejeros Delegados, Comisiones Ejecutivas y Consejos de Administración*, Madrid, 1971
- RODRÍGUEZ-ROVIRA, E., "Los warrants: especial referencia a su emisión", *RDM*, nº 202, 1991, págs. 841-862.
- ROJO, A., "Las ofertas públicas de de adquisición de valores en el Derecho español", *BBTC*, 1994-1, págs. 39-56.
- "Dictamen sobre oferta pública de adquisición de acciones", en VV.AA., *La OPA del Banco de Bilbao. Documentos y dictámenes jurídicos*, Madrid, 1987, págs. 135-161.
- "La fusión de sociedades anónimas", en A. Rojo (dir.), *La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1987, págs. 345-387.
- Voz "Aumento del capital social", en VV.AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. I, Madrid, 1994, págs. 658-665.
- "El acuerdo de aumento del capital social", en VV.AA., *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, t. II, Madrid, 1996, págs. 2339-2391.
- "El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada", en C. Paz-Ares (coord.), *Tratando de la sociedad limitada*, Madrid, 1997, págs. 809-860.
- "La propuesta de la modificación de Estatutos", *RGD*, 1993, págs. 11837-11847.
- "La sociedad anónima como problema", en VV.AA., *¿Sociedad anónima o sociedad de responsabilidad limitada? La cuestión tipológica*, Madrid, 1992, págs. 75-104.
- "La facultad de cooptación del Consejo de administración", *RDM*, nº 189-190, 1988, págs. 367-434.
- ROMÁN GARCÍA, A., *El precontrato*, Madrid, 1982.

- ROMANO-PAVONI, G., *Le deliberazioni delle assemblee delle società*, Milano, 1951.
- ROTH, G.H., "Die freie Verfügung über die Einlage", *Festschrift für Johannes Semler*, Berlin-New York, 1993, págs. 299-310.
- ROUSSEAU, R., *Traité théorique et pratique des Sociétés Commerciales françaises et étrangères*, II, Paris, 1921.
- RUBIO DE CASAS, M. G., "Artículo 22. Suplementos del folleto", en F. Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, págs. 499-527.
- RUBIO VICENTE, P.J., *La aportación de empresa en la Sociedad Anónima*, Valladolid, 2001.
- RUGGIERO, A., "Operatività delle nuove norme in materia di aumento di capitale", en A. Pedrieri (dir.), *L'adeguamento della disciplina delle società per azioni alle direttive comunitarie nel d.págs.r. 30/86*, Firenze, 1987, págs. 323-382.
- RUIZ MUÑOZ, M., *La nulidad parcial del contrato y la defensa de los consumidores*, Valladolid, 1993.
- SACRISTÁN BERGIA, F., "Una aproximación al derecho de restitución de las aportaciones previsto en el artículo 78.3 de la LSRL", *RdS*, nº 12, 1999-1, págs. 300-308.
- SACRISTÁN REPRESA, M., "El aumento del capital social: modalidades, requisitos, el aumento de capital con nuevas aportaciones dinerarias o no dinerarias", en A. Alonso Ureba y otros (coord.), *Derecho de sociedades anónimas*, t. III, vol. 1º, Madrid, 1994., págs. 237-310.
- "El acuerdo de aumento del capital por cuantía determinable. Sobre la delegación en los administradores (art. 153 de la LSA)", en VV.AA., *Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, t. III, Madrid, 2002, págs. 2435-2467.
- SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU, J.C., "Sobre la competencia del Consejo para formular una OPA cuya contraprestación consiste en títulos a emitir", *La Ley*, 1988, nº 3, págs. 940-945.
- SÁEZ LACAVE, Mª I., *La sociedad mercantil en formación*, Madrid, 2001.
- SALA I ANDRÉS, A.Mª, *Las O.P.A.s obligatorias ordinarias*, Barcelona, 2000.
- SALANDRA, V., *Manuale di Diritto Commerciale*, I, Bologna, 1948.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "Aumento y reducción del capital", en A. Alonso Ureba/J.M. Chico Ortiz/F. Lucas Fernández (coord.), *La reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Madrid, 1987, págs. 363-387.
- "Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española", en VV.AA., *La lucha por el control de las grandes sociedades*, Madrid, 1992, págs. 3-16.
- "Ampliaciones parcialmente gratuitas del capital en la sociedad anónima", *RJN*, nº 6, 1993, págs. 155-181.
- *El derecho de suscripción del accionista*, Madrid, 1974 (reimpr. 1990).
- *La acción y los derechos del accionista*, en R. Uría, A. Menéndez, M. Olivencia,

- Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV, vol 1º, Madrid, 1994.
- "Apunte crítico sobre algunas propuestas de reforma de la Ley del Mercado de Valores dignas de comentario", *RDBB*, nº 71, julio-septiembre de 1998, págs. 839-856.
  - Voz "Oferta pública sobre valores mobiliarios", *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. IV, Madrid, 1995, págs. 4562-4568.
  - "Principios, casos y conceptos en materia de derecho de asignación gratuita de acciones", en *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, 1991, págs. 885-902.
  - "Notas sobre la función económica del aumento de capital con medios propios", en *Estudios en Homenaje al Profesor Garrigues*, t. III, Madrid, 1971, págs. 195-214.
  - *Sociedad anónima modelo 1998. Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*, Madrid, 1999.
- SÁNCHEZ CALERO, F., "La admisibilidad de unas ofertas públicas de adquisición de acciones", en VV.AA., *La OPA del Banco de Bilbao. Documentos y dictámenes jurídicos*, Madrid, 1987, págs. 81-95.
- *La sociedad cotizada en bolsa en la evolución del Derecho de Sociedades* (Discurso leído en el acto de recepción como académico de número de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación), Madrid, 2001.
  - "Las sociedades cotizadas o bursátiles en el Derecho español", *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil. Homenaje a E. Verdura y Tuells*, Madrid, 1994, págs. 2361-2385.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. "Artículo 8º. Normas generales", en F. Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, págs. 209-233.
- "Artículo 15. Contenido ordinario del folleto", en F. Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, págs. 339-356.
- SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J.C., "La acción como fundamento de la condición de socio y como conjunto de derechos" en V.M. Garrido de Palma (dir.), *Las sociedades de capital conforme a la nueva legislación*, Madrid, 1990 (3ª ed.), págs. 235-325.
- "Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital social", en F.J. Aranguren Urriza (dir.), *La sociedad de responsabilidad limitada*, t. II, Madrid, 1998, págs. 183-501.
- SÁNCHEZ RUIZ, M., *Conflictos de Intereses entre Socios en Sociedades de Capital*, Navarra, 2000.
- SANTAMARÍA PASTOR, J.A., Voz "Norma jurídica", *Enciclopedia Jurídica Básica*, vol. II, Madrid, 1994, págs. 4438-4441.
- SANZ PARAÍSO, L., "Aumento de capital escalonado, por compensación de créditos y nuevas aportaciones dinerarias", *RdS*, nº 8, 1997, págs. 243-264.
- SAYAG, A./PALMADE, A., "Le capital social et sa rémunération après les récentes réformes", *Rev. Soc.*, 1983, IV, págs. 699-735.
- W. SCHILLING, en M. Hachenburg, *GmbH-Gesetz Kommentar*, II, 6ª ed., Berlin, 1959, § 57, marginal 2, p. 383-384
- SCHIPPEL, H., "Die Leistung der Bareinlage bei der Erhöhung des Kapitals von Aktiengesellschaften", *Festschrift für Ernst Steindorff*, Berlin-New York, 1990, págs. 249-259.

- SCHLEGERBERGER, F./QUASSOWSKY, L./HERBIG, G./GESSLER, E./HEFFERMEL, W., *Aktiengesetz Kommentar*, 2ª de., Berlin, 1939.
- SCHLESINGER, P., "Poteri unilaterali di modificazione ("ius variandi") del rapporto contrattuale", *Giur. Comm.*, nº 19-1, 1992, págs. 18-24.
- SCHLEYER, R., "Die unwirksame Kapitalerhöhung", *AG*, 1957, nº 7, págs. 145-148.
- SCHMIDT, K., "Barkapitalaufbringung und "freie Verfügung" bei der Aktiengesellschaft und der GmbH", *AG*, 1996, nº 4, págs. 106-116.
- SCHOCKENHOFF, M., "Die Haftung für die Ausgabe neuer Aktien bei Nichtigerklärung des Kapitalerhöhungsbeschlusses", *DB*, nº 46, 1994, págs. 2327-2331.
- SCHOLZ, F., *Kommentar zum GmbH-Gesetz*, 5ª ed., Köln-Marienburg, 1964.
- SCHOLZ, F./PRIESTER, H.-J., *Kommentar zum GmbH-Gesetz*, 8ª ed., Köln, 1995.
- SCHULZE, en Bartl/Fichtelmann/Henkes/Schlarb/Schulze, *GmbH-Recht. Heidelberger Kommentar*, 4ª ed., Heidelberg, 1998.
- SCIALOJA, A., "Sull'applicabilità agli aumenti di capitali sociale delle disposizioni dettate dall'art. 131 per la costituzione delle società per azioni", *Il Foro italiano*, vol. LVI, 1931, págs. 78-86.
- SCORZA, B., "A proposito dell'art. 131 Cod. di Comm.", *Il Foro italiano*, 1932, págs. 1433-1437.
- SCORZA, G., "I consorzi bancari di collocamento titoli", en G.B. Portale (dir.), *Le operazioni bancarie*, II, Milano, 1978, págs. 1127-1164.
- SEQUEIRA MARTÍN, A., "Comentario a los artículos 233-251", en F. Sánchez Calero (dir.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas. Transformación Fusión y Escisión (arts. 223 a 259)*, t. VII, Madrid, 1993, págs. 79-328.
- SMITH, C.W., Jr., "Investment banking and the capital acquisition process", *J. Fin. Econ.*, nº 15, 1986, págs. 3-29.
- SORDELLI, L., "Opzione, prelazione e criteri de ripartizione per nuove azioni rimaste inopate", *Giur. Comm.*, 1977, I, págs. 398-412.
- SPOLIDORO, M.S., "Commento all'art. 20 l D.p.r. 20 febbraio 1986", *Le nuove leggi civile commentate*, nº 1-2, enero-abril 1988, págs. 168-173.
- STEIGER, F., *Das Recht der Aktiengesellschaft in der Schweiz*, Zürich, 1966.
- TANTINI, G., *Le modificazioni dell'atto costitutivo nella società per azioni*, Padova, 1973.
- *Capitale e patrimonio nella società per azioni*, Padova, 1980.
- "Operazioni sul capitale o operazioni sulle azioni nella fusione por incorporazione", *Giur. Comm.*, 1984-II, págs. 778-782.
- TAPIA HERMIDA, A.J., "Las obligaciones convertibles en el Derecho español", en A.



- Alonso Ureba y otros (coord.), *Derecho de sociedades anónimas*, III-2º, Madrid, 1994, págs. 1095-1210.
- "Artículo 4. Criterios de homogeneidad", en F. Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, págs. 73-93.
- TARANTINO, G., "Aumento di capitale non integralmente sottoscritto", en L. Buttarò/A. Patroni Griffi, *La Seconda Direttiva CEE in materia societaria*, Milano, 1984, págs. 593-617.
- TATO PLAZA, A., *Sustitución y anulación por la sociedad de acuerdos sociales impugnables*, Madrid, 1997.
- TECHNAU, K., "Rechtsfragen bei der Gestaltung von Übernahmeverträgen ("Underwriting Agreements") im Zusammenhang mit Aktienemissionen", AG, nº 10, 1998, págs. 445-459.
- TORRES ESCÁMEZ, S., *La emisión de obligaciones por sociedades anónimas*, Madrid, 1992.
- TRÍAS SAGNIER, M., "El sistema de protección del accionista inversor", RdS, nº 14, 2001-1, págs. 197-252.
- TROUILLARD, R., *Le droit nouveau des sociétés commerciales*, Paris, 1967.
- P. ULMER, en Hachenburg/Ulmer, *GmbHG Grosskommentar*, 8ª ed., Berlin-New York, 1992, § 55.
- URÍA, R./MENÉNDEZ, A., *Curso de Derecho Mercantil*, I, Madrid, 1999.
- *Curso de Derecho Mercantil*, II, Madrid, 2001.
- URÍA, R./MENÉNDEZ, A./MUÑOZ PLANAS, J.M., *La junta general de accionistas (artículos 93-122 de la Ley de Sociedades Anónimas)*, en R. Uría/A. Menéndez/M. Olivencia, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. V, Madrid, 1992.
- VALENZUELA GARACH, F. J., *La información en la sociedad anónima y en el mercado de valores*, Madrid, 1993.
- *Las entidades de crédito comisionistas en el Mercado de Valores*, Jaén, 2000.
- VALPUESTA GASTAMINZA, E., "Consideraciones sobre la OPA que ofrece como contraprestación acciones a emitir: ¿supone una condición potestativa?", RDBB, nº 31, 1988, págs. 597-617.
- VAQUERIZO ALONSO, A., *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias. Estudio para una reconstrucción de su disciplina jurídica*. Tesis Doctoral inédita. Universidad Autónoma de Madrid, 2002.
- VÁZQUEZ ALBERT, D., "El derecho de suscripción preferente a la luz de la experiencia estadounidense", RDM, nº 209, 1993, págs. 913-996.
- *La exclusión del derecho de suscripción preferente*, Madrid, 2000.
- "El conflicto entre mayoría y minoría en la exclusión del derecho de suscripción preferente", CDC, nº 26, 1998, págs. 159-202.

- "El derecho de suscripción preferente en el Derecho Comunitario", *RDM*, nº 230 (octubre-diciembre de 1998), págs. 1691-1717.
- VÁZQUEZ CUETO, J.C., *Régimen jurídico de la autocartera*, Madrid, 1995.
- VEGA PÉREZ, F., "Intervención bancaria en la emisión y colocación de valores negociables", en R. García Villaverde (dir.), *Contratos bancarios*, Madrid, 1992, págs. 545-568.
- "Aumento de capital con cargo a reservas", en A. Alonso Ureba (coord.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, t. III, vol. 1º, Madrid, 1994, págs. 425-516.
- VELASCO SAN PEDRO, L.A., "El derecho de suscripción preferente", en A. Alonso Ureba y otros (coords.), *Derecho de sociedades anónimas*, t. III, vol. 1º, Madrid, 1994, págs. 517-601.
- "Artículo 12. Suscripción y desembolso inicial mínimo", en F. Sánchez Calero (dir.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, t. I (*Disposiciones generales, fundación de la sociedad y aportaciones. Artículos 1º a 46*), Madrid, 1997, págs. 357-367.
- VENTURA, R., "Adaptação do Direito português à Segunda Directiva do Conselho da Comunidade Económica Europeia sobre o Direito das sociedades", *Separata do Boletim do Ministério da Justiça*, Lisboa, 1980.
- *Alterações do Contrato de Sociedade*, en *Comentario ao Código das Sociedades Comerciais*, 2ª ed., Coimbra, 1996.
- VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho Mercantil*, t. I, vol. 2º, 3ª ed., Barcelona, 1991.
- *Introducción al Derecho Mercantil*, 14ª ed., Valencia, 2001.
- VICENT CHULIÁ, F./SALINAS ADELANTADO, C., "Derecho de sociedades y mercado de valores", *La Ley*, nº 4779, 1999/2, págs. 1957-1976.
- VIVANTE, C., *Trattato di Diritto Commerciale*, vol. II (*Le società commerciali*), Verona 1904.
- VV.AA., "Progetti e studi sulla riforma delle società nella C.E.E.", en V. Allegri (dir.), *Riv. Soc.*, 1973, págs. 677-999.
- VV.AA., *La sociedad de responsabilidad limitada*, I, editado por los Colegios Notariales de España, Madrid, 1995.
- VV.AA., *Mémento Pratique Francis Lefèvre (Sociétés Commerciales)*, Paris, 1994.
- WEIGMANN, R., "La prelazione sui titoli inoptati", *Giur. Comm.*, 1982, págs. 608-620.
- WIEDEMANN, H., en C. H. BARZ, /U. KLUG y otros, *Aktiengesetz Grosskommentar*, III, §§ 179-290, 3ª ed., Berlin, 1973.
- WIELAND, K., *Handelsrecht*, II, München-Leipzig, 1931.
- WIESNER, G., en VV.AA., *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrecht*, IV, München, 1999, § 16.
- YANES YANES, P., "Exclusión del derecho de suscripción y tutela del accionista", *CRDBB*,

nº 1, 1995, págs. 93-150.

ZIMMERMANN, K., en H. Roweder/H. Fuhrmann y otros, *GmbHG Kommentar*, 3ª ed., München, 1997, § 55.

ZÖLLNER, W., en A. Baumbach/A. Hueck, *GmbH-Gesetz*, 15ª ed., München, 1988.

— "Folgen der Nichtigkeitklärung durchgeführter Kapitalerhöhungbeschlüsse", *AG*, 1993, nº 2, págs. 68 -79.

ZÖLLNER, W./WINTER, M. "Folgen der Nichtigkeitklärung durchgeführter Kapitalerhöhungbeschlüsse", *ZHR*, nº 158, págs. 59-96.

ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., "La adquisición de participaciones significativas y la OPA en el Real Decreto 1197/1991", en A.A.V.V., *La lucha por el control de las grandes sociedades*, Bilbao, 1992, págs. 124-168, (también publicado en *Derecho de los Negocios*, nº 21 (junio 1992), págs. 1-30).

— "Comentario al artículo 3. ", en F. Sánchez Calero (dir.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAS)*, vol. 1º, Madrid, 1993, págs. 75-92

— "El régimen español de la OPA (Análisis del Real Decreto 1197/1991 de 26 de julio)", en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil. Homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, t. III, Madrid, 1994, págs. 2895-2929.

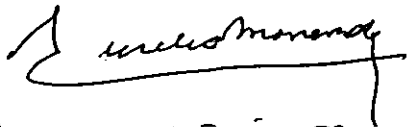
— *La oferta pública de adquisición (OPA)*, Madrid, 1980.

— "La oferta pública de adquisición. Génesis, alcance, contenido y problemas en la normativa vigente", *Papeles de Economía Española*, nº 36, 1988, págs. 113-139.

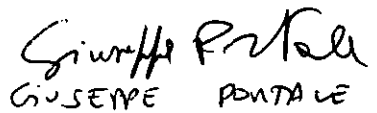
Reunido el Tribunal que suscribe en el día  
de la fecha, acordó conceder a la presente  
Tesis Doctoral la calificación de:

SOBRESALIENTE CUM LAUDE  
CON UNANIMIDAD


Madrid: 30.9.202



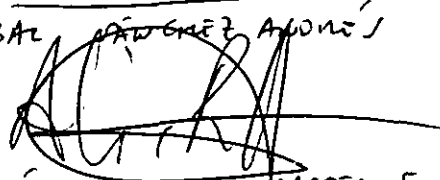
ANELIO MENÉNDEZ MENÉNDEZ



GIUSEPPE PONTALE



ANIBAL RODRÍGUEZ ANDÚES



ANDRÉS MACIÁ DE ESTELLS



JOSÉ M. CARRIDO GARCÍA